

658
L50
a a

**ANALISIS FAKTOR – FAKTOR YANG
BERPENGARUH TERHADAP KEBIJAKAN
HUTANG PERUSAHAAN MANUFAKTUR
DI BEJ DALAM KONTEKS *AGENCY THEORY*
(1997 – 1999)**



TESIS

Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna
memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro

oleh :

LESTARI
C4A099297

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2001**

UPT-PUSTAK-UNDIP



SERTIFIKAT

Saya, *Lestari*, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

LESTARI
C4A099297

08 Desember 2001

PERSETUJUAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG
BERPENGARUH TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG
PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BEJ DALAM
KONTEKS *AGENCY THEORY*
(1997 – 1999)**

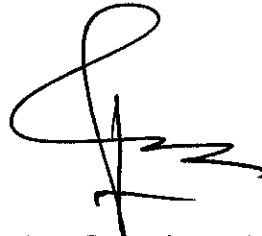
yang disusun oleh Lestari, NIM C4A099297
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 08 Desember 2001
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama



Drs. M. Kholiq Mahfud, Msi

Pembimbing Anggota



Drs. Prasetiono, MSi

Semarang, 08 Desember 2001
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

ABSTRACT ✓

The study's purpose was to analyze the factors that influence to manufacturing companies' *debt policy* in the context of *agency theory*, while monetary crisis went on. It was meant in order that manufacturing companies could makes an optimal *debt policy* on its capital structure, so it would be reach agency cost minimizing and corporate value maximizing.

The study was focused on manufacturing companies that listed in Bursa Efek Jakarta for the period 1997 to 1999. The method of data collection was done by using pooling method and gives 60 firm observations. Data processing was done by using multiple linear regression method that was called *Pooled TSCS (Time Series Cross Section) OLS (Ordinary Least Square)* (Moh'd, et al. 1998).

The results indicated that a part of independent variables (*insiders ownership, dividend payments, firm size, firm growth, asset structure and tax rate*) related to firm's *debt policy* significantly but *institutional investors, shareholder dispersion and firm profitability* related insignificantly to firm's *debt policy*. It was because of monetary crisis influence that caused *institutional investor* did not brave to invest on uncertainty state just like now. So *shareholder dispersion* was minor relative. Beside that, the firms disposed to allocated its profitability to repaired financial condition of the firm, so disregard debt-financing alternative. It was meant that *insiders ownership, dividend payments, firm size, firm growth, asset structure and tax rate* were the determinants in established the *debt policy* strategic optimally of manufacturing companies. Test of simultaneous debt ratio equation by using *F test* have coefficient of determination as big as 0,577. It was meant 57,7 % variation of *debt ratio* could be explained by independent variables that used in this study.

ABSTRAKSI

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis faktor-faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur dalam konteks *agency theory*, selama krisis moneter berlangsung. Hal ini dimaksudkan agar supaya perusahaan manufaktur dapat membuat suatu strategi kebijakan hutang optimal dalam struktur modalnya. Sehingga hal ini nantinya dapat meminimalkan *agency cost* dan memaksimalkan nilai perusahaan.

Penelitian ini difokuskan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta untuk tahun 1997 sampai dengan tahun 1999. Pengumpulan data dilakukan secara *pooling* sehingga diperoleh sampel sebanyak 60 perusahaan. Pengolahan data dilakukan dengan menggunakan model analisis regresi linier berganda yang disebut *Pooled TSCS (Time Series Cross Section) OLS (Ordinary Least Square)* (Moh'd, et al. 1998).

Hasil analisis menunjukkan bahwa sebagian variabel independen (*insiders ownership, dividend payments, firm size, firm growth, asset structure* dan *tax rate*) berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Sedangkan *institutional investors, shareholder dispersion* dan *firm profitability* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hal ini disebabkan karena pengaruh krisis moneter yang menyebabkan *institutional investor* tidak berani melakukan investasi di dalam kondisi yang penuh ketidakpastian seperti sekarang, sehingga penyebaran kepemilikan saham juga relatif kecil. Selain itu, perusahaan cenderung mengalokasikan keuntungan yang dicapainya untuk membenahi kondisi keuangan perusahaan, sehingga mengabaikan alternatif pembiayaan dengan hutang. Ini berarti bahwa *insiders ownership, dividend payments, firm size, firm growth, asset structure* dan *tax rate* merupakan faktor yang perlu dipertimbangkan dalam menentukan strategi kebijakan hutang optimal perusahaan manufaktur. Pengujian terhadap persamaan *debt ratio* secara simultan dengan menggunakan uji F menghasilkan koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,577. Artinya 57,7 % perubahan *debt ratio* dapat dijelaskan oleh variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini.

KATA PENGANTAR

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

ASSALAMU'ALAIKUM WR. WB ;

Dengan mengucapkan puji dan syukur, penyusun panjatkan kehadiran Allah SWT karena berkat rahmat dan karunia-Nya penyusun dapat menyelesaikan tesis guna memenuhi salah satu syarat untuk menyelesaikan pendidikan pada Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro.

Penyusun menyadari bahwa tesis ini dapat selesai bukan semata-mata oleh kemampuan penyusun saja, melainkan adanya bimbingan seta bantuan dari berbagai pihak, penyusun tidak mungkin melunasi hutang budi penyusun kepada mereka semua. Hanyalah perasaan syukur dan terima kasih yang tidak terhingga yang sekarang mampu penyusun persembahkan kepada mereka semua.

Pada kesempatan ini penyusun ingin menyampaikan ucapan terima kasih kepada berbagai pihak yang telah membantu proses penyelesaian tesis ini khususnya dan juga selama menempuh pendidikan di Magister Manajemen UNDIP, yaitu :

1. ALLAH SWT, Maha Pencipta segala ilmu pengetahuan, kehidupan serta perkara di alam fana ini.
2. Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo selaku Direktur Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
3. Drs. M. Kholiq Mahfud, MSi selaku pembimbing utama yang telah banyak meluangkan waktunya untuk memberikan petunjuk teknis serta memberi kritik dan saran pada tesis ini.

4. Drs. Prasetiono, MSi selaku pembimbing anggota yang telah memberikan petunjuk teknis dan non-teknis serta memberi kritik dan saran yang membangun pada tesis ini.
5. Seluruh keluarga yang telah memberikan andil besar, baik dalam doa, nasehat maupun dorongan kepada penyusun baik selama perkuliahan maupun selama penyusunan dan penulisan tesis ini.
6. Pengelola, Staf Pengajar, Staf Administrasi serta karyawan Program Magister Manajemen UNDIP yang telah memberikan sumbangsihnya.
7. Mas Wahyu, Candra serta teman-teman angkatan XII/Pagi – yang telah banyak membantu dalam memberikan saran, kritik dan nasehat dalam pembuatan tesis ini.
8. Pihak-pihak lain yang tidak dapat disebutkan satu persatu.

Akhirnya penyusun berharap, agar tesis ini dapat berguna bagi pihak-pihak yang berkepentingan.

WASSALAMU'ALAIKUM WR. WB.

Semarang, 08 Desember 2001



Penyusun

DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul.....	i
Halaman Sertifikat	ii
Halaman Pengesahan	iii
Abstract	iv
Abstraksi.....	v
Kata Pengantar.....	vi
Daftar Tabel.....	xii
Daftar Gambar	xiii
Daftar Rumus	xiv

BAB I PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	7
1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian	8

BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

2.1 Telaah Pustaka	11
2.1.1 Konsep-konsep Dasar <i>Agency Theory</i>	11
2.1.1.1 <i>Agency Theory</i>	11
2.1.1.2 Pendekatan untuk Mengurangi <i>Agency Problem</i>	12
2.1.1.3 Peranan <i>Insiders Ownership</i> di dalam Mengatasi <i>Agency Conflict</i>	15
2.1.1.4 Peranan <i>Institutional Investors</i> sebagai <i>Monitoring</i> <i>Agents</i> di dalam Mengatasi <i>Agency Conflict</i>	16
2.1.2 Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi <i>Debt Ratio</i>	18
2.1.2.1 <i>Dividend Payments</i>	18

2.1.2.1.1 Faktor-faktor Manajerial yang Mempengaruhi Pembayaran Dividen.....	19
2.1.2.1.2 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Pembayaran Dividen.....	20
2.1.2.1.3 Simultanitas Keputusan Dividen dan Struktur Modal	22
2.1.2.2 <i>Firm Growth</i>	23
2.1.2.2.1 Pengertian Pertumbuhan.....	23
2.1.2.2.1.1 Tingkat Pertumbuhan.....	23
2.1.2.2.1.2 Hambatan Pertumbuhan.....	24
2.1.2.3 <i>Firm Size</i>	25
2.1.2.4 <i>Asset Structure</i>	26
2.1.2.5 <i>Firm Profitability</i>	27
2.1.2.6 <i>Tax Rate</i>	27
2.2 Penelitian-penelitian Terdahulu.....	31
2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis dan Hipotesis	43
2.3.1 Kerangka Pemikiran Teoritis	43
2.3.1.1 Hubungan <i>Insider Ownweship</i> dengan <i>Debt Ratio</i>	44
2.3.1.2 Hubungan <i>Institutional Investors</i> dengan <i>Debt Ratio</i>	44
2.3.1.3 Hubungan <i>Shareholders Dispersion</i> dengan <i>Debt Ratio</i> ..	45
2.3.1.4 Hubungan <i>Dividend Payments</i> dengan <i>Debt Ratio</i>	45
2.3.1.5 Hubungan <i>Firm Growth</i> dengan <i>Debt Ratio</i>	46
2.3.1.6 Hubungan <i>Firm Size</i> dengan <i>Debt Ratio</i>	47
2.3.1.7 Hubungan <i>Asset Structure</i> dengan <i>Debt Ratio</i>	47
2.3.1.8 Hubungan <i>Firm Profitability</i> dengan <i>Debt Ratio</i>	48
2.3.1.9 Hubungan <i>Tax Rate</i> dengan <i>Debt Ratio</i>	48
2.3.2 Hipotesis	50
2.4 Definisi Operasional Variabel.....	51

BAB III METODE PENELITIAN

3.1 Jenis dan Sumber Data.....	55
3.2 Populasi dan Penentuan Sampel.....	55
3.3 Metode Pengumpulan Data.....	57
3.4 Teknik Analisis.....	57
3.4.1 Perumusan Model.....	57
3.4.2 Pengujian Asumsi Klasik	58
3.4.2.1 Uji Normalitas.....	58
3.4.2.2 Uji Multikolinearitas.....	59
3.4.2.3 Uji Heteroskedastisitas.....	60
3.4.2.4 Uji Autokorelasi.....	61
3.4.3 Pengujian Hipotesis.....	62
3.4.3.1 Uji t.....	62
3.4.3.2 Uji F.....	63

BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian.....	65
4.1.1 Statistik Deskriptif	67
4.2 Proses dan Hasil Analisis	69
4.2.1 Pengujian Asumsi Klasik	69
4.2.1.1 Uji Normalitas Data.....	70
4.2.1.2 Uji Multikolinearitas.....	72
4.2.1.3 Uji Heteroskedastisitas.....	73
4.2.1.4 Uji Autokorelasi.....	75
4.2.2 Pengujian Hipotesis.....	75
4.2.2.1 Pengujian Hipotesis Pertama.....	77
4.2.2.2 Pengujian Hipotesis Ke-dua.....	77
4.2.2.3 Pengujian Hipotesis Ke-tiga	78
4.2.2.4 Pengujian Hipotesis Ke-empat.....	78
4.2.2.5 Pengujian Hipotesis Ke-lima	79

4.2.2.6 Pengujian Hipotesis Ke-enam.....	79
4.2.2.7 Pengujian Hipotesis Ke-tujuh	80
4.2.2.8 Pengujian Hipotesis Ke-delapan	80
4.2.2.9 Pengujian Hipotesis Ke-sembilan.....	81
4.2.2.10 Pengujian Hipotesis Ke-sepuluh.....	81
4.3 Pembahasan	82
4.3.1 Variabel INSDR (<i>Insider Ownership</i>).....	82
4.3.2 Variabel INST (<i>Institutional Investors</i>)	82
4.3.3 Variabel SDP (<i>Shareholders Dispersion</i>)	83
4.3.4 Variabel DPR (<i>Dividend Payments</i>).....	83
4.3.5 Variabel GROW (<i>Firm Growth</i>).....	83
4.3.6 Variabel SIZE (<i>Firm Size</i>)	84
4.3.7 Variabel ASSET (<i>Asset Structure</i>).....	84
4.3.8 Variabel PROF (<i>Firm Profitability</i>).....	84
4.3.9 Variabel TAX (<i>Tax Rate</i>).....	85

BAB V KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1 Kesimpulan	86
5.2 Implikasi Hasil Penelitian	92
5.3 Keterbatasan Penelitian.....	93
5.4 Saran	94

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1 Daftar <i>Debt Ratio</i> Perusahaan Manufaktur Yang Menjadi Sampel Penelitian	6
Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian-Penelitian Terdahulu	36
Tabel 2.2 Skala dan Pengukuran Variabel Penelitian	53
Tabel 3.1 Jumlah Perusahaan Industri Manufaktur Yang Merupakan Sampel Penelitian	56
Tabel 4.1 Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta Yang Menjadi Sampel Penelitian	65
Tabel 4.2 Perusahaan yang menjadi Sampel Penelitian Yang Melakukan Pembayaran Dividen	66
Tabel 4.3 Statistik Deskriptif Variabel	67
Tabel 4.4 Hasil Uji Kolmogorov – Smirnov Satu Arah	71
Tabel 4.5 Koefisien Korelasi Masing-Masing Variabel Independen	72
Tabel 4.6 Hasil Uji Multikolinearitas berdasar Nilai <i>Tolerance</i> dan VIF ...	73
Tabel 4.7 Hasil Analisis Regresi Berganda.....	76

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Penentuan Simultanitas Rasio Pembayaran Dividen dan Struktur Modal.....	23
Gambar 2.2 Perilaku Biaya Modal sesuai dengan Pendapat MM.....	28
Gambar 2.3 Perilaku Biaya Modal dengan Pajak, Biaya Kebangkrutan dan Agency Cost.....	29
Gambar 2.4 Kerangka Pemikiran Teoritis Faktor-faktor Yang Berpengaruh Terhadap <i>Debt Ratio</i> Dalam Konteks <i>Agency Theory</i>	50
Gambar 4.1 Hasil Analisis Grafik Normal Plot Uji Normalitas.....	70
Gambar 4.2 Hasil Analisis Grafik Uji Normalitas Histogram.....	70
Gambar 4.3 Hasil Analisis Grafik Uji Heteroskedastisitas	74

DAFTAR RUMUS

	Halaman
Rumus 1 Persamaan <i>Debt Ratio</i>	18
Rumus 2 Persamaan <i>Dividend Pay-out Ratio</i>	19
Rumus 3 Persamaan <i>Firm Growth</i>	24
Rumus 4 Persamaan <i>Asset Structure</i>	26
Rumus 5 Persamaan <i>Firm Profitability (ROA)</i>	27
Rumus 6 Persamaan <i>Tax Rate</i>	30
Rumus 7 Persamaan <i>DR</i>	52
Rumus 8 Persamaan <i>DPR</i>	52
Rumus 9 Persamaan <i>GROW</i>	52
Rumus 10 Persamaan <i>ASSET</i>	53
Rumus 11 Persamaan <i>PROF</i>	53
Rumus 12 Persamaan <i>TAX</i>	53
Rumus 13 Persamaan Model Analisis Penelitian.....	57
Rumus 14 Persamaan t_{hitung}	63
Rumus 15 Persamaan F_{hitung}	64
Rumus 16 Persamaan Regresi Residual	74
Rumus 17 Persamaan Regresi Linier Berganda	76

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Dalam perdagangan era globalisasi yang menyebabkan meningkatnya persaingan dengan tidak adanya batasan-batasan terhadap pertumbuhan perusahaan, maka dalam menghadapi keadaan yang demikian, setiap perusahaan dituntut untuk mampu melihat dan membaca keadaan yang terjadi, sehingga dapat melakukan pengelolaan terhadap kegiatan-kegiatan baik di bidang pemasaran, produksi, sumber daya manusia dan keuangan dengan baik agar perusahaan siap dengan ketersediaan dana, sehingga dapat lebih unggul dalam persaingan yang dihadapi. (Irawan, 1996).

Sumber-sumber dana bagi perusahaan dapat diperoleh dari dalam perusahaan (laba ditahan dan depresiasi) dan dana dari luar perusahaan (hutang, yaitu dana yang berasal dari para kreditur dan dana yang berasal dari peserta yang mengambil bagian di dalam perusahaan yang akan menjadi modal sendiri) (Bambang Riyanto, 1995). Dalam kondisi ekonomi yang baik, perusahaan dapat memilih menggunakan hutang maupun modal sendiri. Namun pada kondisi ekonomi yang buruk, perusahaan lebih memilih menggunakan hutang untuk eksistensi perusahaan.

Oleh karena itu, perusahaan juga perlu menentukan strategi untuk menciptakan struktur modal optimal. Hal ini dikarenakan struktur modal merupakan perimbangan jumlah hutang jangka panjang dengan modal sendiri yang merupakan pencerminan dari efisiensi perusahaan (Weaton dan Copeland, 1986). Konsep ini dimaksudkan untuk menentukan besarnya biaya yang secara riil ditanggung oleh perusahaan untuk memperoleh dana dari suatu sumber.

Terlebih lagi sejak pertengahan tahun 1997, Indonesia dilanda krisis moneter yang berpengaruh terhadap hampir seluruh sektor perekonomian (Mas'ud Machfoedz, 1999). Pengaruh krisis ini pertama kali terjadi pada sektor keuangan, sektor jasa dan akhirnya mempengaruhi secara signifikan sektor riil. Perusahaan manufaktur yang *go public* di pasar modal merupakan pihak yang pertama kali merasakan dampak krisis moneter tersebut. Perusahaan manufaktur merupakan perusahaan yang mempunyai banyak aspek pengganggu dari eksternal, di mana hal

ini disebabkan karena perusahaan manufaktur menggunakan bahan baku yang hampir seluruhnya impor. Oleh karena itu perusahaan manufaktur perlu membuat strategi kebijakan hutang yang optimal (untuk memperoleh dana dalam rangka eksistensi dan ekspansi di tengah badai krisis ekonomi makro) dalam struktur modal perusahaan. Karena tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham (Brigham dan Gapenski, 1996). Oleh karena itu, untuk mencapai tujuan tersebut, tidak sedikit pemilik modal menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada para profesional dan dikelompokkan sebagai *managerial* atau *insider*. *Insider* yang diangkat oleh *stockholders* diharapkan akan bertindak yang terbaik bagi *stockholders* dengan memaksimalkan nilai perusahaan, sehingga kemakmuran *stockholders* dapat tercapai.

Penunjukan *insider* oleh *stockholders* untuk mengelola perusahaan, oleh Jensen dan Meckling (1976), disebut sebagai pemisahan fungsi *decision-making* dan *risk-bearing*. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan, dalam keadaan ini, akan memunculkan perbedaan kepentingan antara *insider* dengan *stockholders*. *Stockholders* sebagai penyedia dana dan fasilitas untuk operasi perusahaan berkepentingan atas keamanan dana yang diinvestasikan dalam perusahaan. Di lain pihak, *insider* sebagai pengelola perusahaan akan menerima gaji dan berbagai bentuk kompensasi lainnya, sehingga keputusan-keputusan yang diambil oleh *insider* diharapkan yang terbaik bagi *stockholders* yaitu meningkatkan kemakmuran *stockholders* melalui peningkatan nilai perusahaan. Namun dalam kenyataannya, tidak jarang pihak manajemen atau manajer (*insider*) perusahaan mempunyai tujuan lain yang mungkin bertentangan dengan tujuan utama tersebut, seperti tindakan-tindakan yang mementingkan kepentingan pribadi oleh pihak karyawan dan eksekutif perusahaan (melakukan ekspansi untuk meningkatkan status dan gaji), di mana hal ini sama sekali tidak dapat dipandang konsisten dengan kepentingan jangka panjang para pemegang saham. Dengan kondisi seperti ini akan menimbulkan konflik kepentingan di antara para manajer dan para pemegang saham perusahaan, yang sering disebut dengan *agency conflict*. Pengaruh dari konflik antara pemilik dengan manajer ini dapat menyebabkan harga pasar terkoreksi dan menurunkan nilai perusahaan, kerugian ini merupakan *agency cost of equity* bagi perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976).

ini disebabkan karena perusahaan manufaktur menggunakan bahan baku yang hampir seluruhnya impor. Oleh karena itu perusahaan manufaktur perlu membuat strategi kebijakan hutang yang optimal (untuk memperoleh dana dalam rangka eksistensi dan ekspansi di tengah badai krisis ekonomi makro) dalam struktur modal perusahaan. Karena tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham (Brigham dan Gapenski, 1996). Oleh karena itu, untuk mencapai tujuan tersebut, tidak sedikit pemilik modal menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada para profesional dan dikelompokkan sebagai *managerial* atau *insider*. *Insider* yang diangkat oleh *stockholders* diharapkan akan bertindak yang terbaik bagi *stockholders* dengan memaksimalkan nilai perusahaan, sehingga kemakmuran *stockholders* dapat tercapai.

Penunjukan *insider* oleh *stockholders* untuk mengelola perusahaan, oleh Jensen dan Meckling (1976), disebut sebagai pemisahan fungsi *decision-making* dan *risk-bearing*. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan, dalam keadaan ini, akan memunculkan perbedaan kepentingan antara *insider* dengan *stockholders*. *Stockholders* sebagai penyedia dana dan fasilitas untuk operasi perusahaan berkepentingan atas keamanan dana yang diinvestasikan dalam perusahaan. Di lain pihak, *insider* sebagai pengelola perusahaan akan menerima gaji dan berbagai bentuk kompensasi lainnya, sehingga keputusan-keputusan yang diambil oleh *insider* diharapkan yang terbaik bagi *stockholders* yaitu meningkatkan kemakmuran *stockholders* melalui peningkatan nilai perusahaan. Namun dalam kenyataannya, tidak jarang pihak manajemen atau manajer (*insider*) perusahaan mempunyai tujuan lain yang mungkin bertentangan dengan tujuan utama tersebut, seperti tindakan-tindakan yang mementingkan kepentingan pribadi oleh pihak karyawan dan eksekutif perusahaan (melakukan ekspansi untuk meningkatkan status dan gaji), di mana hal ini sama sekali tidak dapat dipandang konsisten dengan kepentingan jangka panjang para pemegang saham. Dengan kondisi seperti ini akan menimbulkan konflik kepentingan di antara para manajer dan para pemegang saham perusahaan, yang sering disebut dengan *agency conflict*. Pengaruh dari konflik antara pemilik dengan manajer ini dapat menyebabkan harga pasar terkoreksi dan menurunkan nilai perusahaan, kerugian ini merupakan *agency cost of equity* bagi perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976).

tertentu, yaitu berupa bunga. Di sisi lain, penggunaan hutang yang terlalu tinggi dapat meningkatkan resiko kebangkrutan atau *bankruptcy risk* (Bathala et al., 1994). Di mana hal ini disebabkan oleh meningkatnya *agency cost of debt*, yang mana pada akhirnya juga akan merugikan *shareholders*. Untuk itu diperlukan suatu mekanisme *monitoring* agar perilaku oportunistik *insiders* dapat dihalangi dan bertindak yang terbaik bagi pemegang saham.

Berkaitan dengan hal di atas, maka penelitian ini mengangkat isu tentang faktor-faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan hutang (*debt ratio*) perusahaan seperti yang telah tersebut di atas. Isu tersebut diangkat untuk mengetahui apakah mekanisme *monitoring* melalui kepemilikan saham oleh pihak internal (*insiders ownership*) dan kepemilikan oleh pihak eksternal (*institutional investors*) akan dapat mengurangi *agency conflict* tersebut, sehingga dapat meminimalkan kehadiran *agency cost* yang terdiri dari *agency cost of debt* dan *agency cost of equity*.

Isu penelitian ini didasarkan atas hasil studi Moh'd, et al. (1998) yang menyatakan bahwa komposisi kepemilikan saham merupakan faktor penentu struktur modal dalam rangka mengurangi *agency problem*. Adanya kepemilikan saham oleh manajemen (*management ownership*) akan mensejajarkan tingkat kepentingan antara manajer (*insider*) dan *outside owners* sehingga manajer (*insider*) akan mengurangi tingkat hutang secara optimal seiring dengan meningkatnya kepemilikan mereka dalam perusahaan.

Penelitian mengenai hubungan struktur kepemilikan saham dengan struktur modal perusahaan telah dilakukan oleh banyak peneliti. Penelitian tersebut pada umumnya menggunakan *insiders ownership* sebagai struktur kepemilikan dan mereka menemukan hasil yang berbeda. Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mandelker (1987) serta Mehran (1992) menemukan hubungan positif antara prosentase saham yang dipegang oleh *insider* dengan *debt ratio* perusahaan.

Dengan menggunakan sumber data, periode sampel, dan teknik sampling yang berbeda, Friend dan Hasbrouk (1988), Friend dan Lang (1998) dan Jensen, et al. (1992) menemukan hubungan negatif antara prosentase saham yang dipegang oleh *insiders ownership* dengan *debt ratio* perusahaan. Kemudian, di dalam suatu penelitian yang menggunakan *pre-set levels of share ownership*, Chaganti dan Damanpour (1991) menemukan bahwa *insider ownership* tidak mempunyai pengaruh pada struktur modal perusahaan.

tertentu, yaitu berupa bunga. Di sisi lain, penggunaan hutang yang terlalu tinggi dapat meningkatkan resiko kebangkrutan atau *bankruptcy risk* (Bathala et al., 1994). Di mana hal ini disebabkan oleh meningkatnya *agency cost of debt*, yang mana pada akhirnya juga akan merugikan *shareholders*. Untuk itu diperlukan suatu mekanisme *monitoring* agar perilaku oportunistik *insiders* dapat dihalangi dan bertindak yang terbaik bagi pemegang saham.

Berkaitan dengan hal di atas, maka penelitian ini mengangkat isu tentang faktor-faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan hutang (*debt ratio*) perusahaan seperti yang telah tersebut di atas. Isu tersebut diangkat untuk mengetahui apakah mekanisme *monitoring* melalui kepemilikan saham oleh pihak internal (*insiders ownership*) dan kepemilikan oleh pihak eksternal (*institutional investors*) akan dapat mengurangi *agency conflict* tersebut, sehingga dapat meminimalkan kehadiran *agency cost* yang terdiri dari *agency cost of debt* dan *agency cost of equity*.

Isu penelitian ini didasarkan atas hasil studi Moh'd, et al. (1998) yang menyatakan bahwa komposisi kepemilikan saham merupakan faktor penentu struktur modal dalam rangka mengurangi *agency problem*. Adanya kepemilikan saham oleh manajemen (*management ownership*) akan mensejajarkan tingkat kepentingan antara manajer (*insider*) dan *outside owners* sehingga manajer (*insider*) akan mengurangi tingkat hutang secara optimal seiring dengan meningkatnya kepemilikan mereka dalam perusahaan.

Penelitian mengenai hubungan struktur kepemilikan saham dengan struktur modal perusahaan telah dilakukan oleh banyak peneliti. Penelitian tersebut pada umumnya menggunakan *insiders ownership* sebagai struktur kepemilikan dan mereka menemukan hasil yang berbeda. Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mandelker (1987) serta Mehran (1992) menemukan hubungan positif antara prosentase saham yang dipegang oleh *insider* dengan *debt ratio* perusahaan.

Dengan menggunakan sumber data, periode sampel, dan teknik sampling yang berbeda, Friend dan Hasbrouk (1988), Friend dan Lang (1998) dan Jensen, et al. (1992) menemukan hubungan negatif antara prosentase saham yang dipegang oleh *insiders ownership* dengan *debt ratio* perusahaan. Kemudian, di dalam suatu penelitian yang menggunakan *pre-set levels of share ownership*, Chaganti dan Damanpour (1991) menemukan bahwa *insider ownership* tidak mempunyai pengaruh pada struktur modal perusahaan.

dan bangunan) dapat menggunakan tingkat hutang yang lebih besar. Kemudian perusahaan yang tidak banyak menggunakan hutang memiliki tingkat *Return on Asset (profitability)* yang lebih tinggi. Dalam hal pajak, karena tingkat bunga mengurangi keuntungan, maka perusahaan yang dibebani pajak yang tinggi akan cenderung menggunakan tingkat hutang yang lebih besar.

Pada Tabel 1.1 ditunjukkan perkembangan *debt ratio* pada perusahaan manufaktur dari tahun 1997 – 1999.

Tabel 1.1
Daftar *Debt Ratio* Perusahaan Manufaktur
Yang Menjadi Sampel Penelitian

No.	Nama Perusahaan	Debt Ratio		
		1997	1998	1999
1.	Miwon Indonesia	0.068384499	0.153611156	0.076498090
2.	Gudang Garam	0.000000000	0.000000000	0.017033110
3.	Argo Pantes	0.287733772	0.000000000	0.016893299
4.	Panasia Indosyntec	0.479946726	0.338082635	0.128662429
5.	Sunson Textile Manufacturer	0.109205891	0.030400077	0.370843258
6.	Karwell Indonesia	0.013673492	0.014371901	0.045169346
7.	Primarindo Asia Infrastructure	0.005559569	0.180912877	0.096542745
8.	Barito Pacific Timber	0.087365222	0.001596456	0.006655836
9.	Surya Dumai Industri	0.340364901	0.377181244	0.514788991
10.	Lautan Luas	0.101710718	0.000008772	0.004917604
11.	Tri Polyta Indonesia	0.430814657	0.716302596	0.044198955
12.	Berlina Co. Ltd.	0.125383753	0.122137615	0.041159558
13.	Lionmesh Prima	0.098985963	0.000000000	0.002473879
14.	Branta Mulia	0.924644183	0.000000000	0.056984259
15.	Lippo Enterprises	0.002651907	0.001931820	0.001829568
16.	Nipress	0.025716826	0.022701622	0.005418000
17.	Prima Alloy Steel	0.228944888	0.441032579	0.015932327
18.	Selamat Sempurna	0.013181829	0.009131477	0.033167256
19.	Itamaraya Cold Industri	0.022747700	0.009360152	0.035930194
20.	Kedaung Indah Can	0.070446154	0.055763895	0.077273962

sumber : diolah dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1998 – 2000

Berdasarkan Tabel 1.1 tersebut dapat diketahui bahwa tingkat *debt ratio* masing-masing perusahaan selama periode 1997 – 1999 mengalami fluktuasi dan secara umum fluktuasi *debt ratio* tersebut tidak mempunyai pola yang sama. Adanya fluktuasi dan pola yang tidak sama atas *debt ratio* tersebut menunjukkan adanya kebijakan hutang yang berbeda-beda antara suatu perusahaan dengan perusahaan yang lain. Oleh karena itu pada bursa yang berkembang seperti BEJ, penelitian perlu dilakukan dalam setiap periode yang relatif pendek dan berkelanjutan. Seberapa besar dan faktor apa saja yang berpengaruh pada *debt ratio* dapat berubah seiring

perkembangan situasi bisnis pada ruang dan waktu yang berbeda. Melalui pemahaman faktor yang berpengaruh pada *debt ratio*, pihak manajemen perusahaan menjadi lebih mudah menjaga dan berusaha meningkatkan nilai perusahaannya.

Penelitian yang akan dilakukan ini khususnya akan menganalisis dan memberikan bukti empiris mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *debt ratio* perusahaan manufaktur. Kelompok perusahaan manufaktur di BEJ dipandang layak sebagai obyek penelitian ini karena mempunyai jumlah terbesar dari jumlah perusahaan yang tercatat di BEJ.

Berdasarkan uraian di atas, studi ini bertujuan untuk menguji kembali hipotesis tentang pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan hutang perusahaan, dengan memasukkan beberapa faktor / variabel lainnya yang mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Variabel tersebut merupakan *control variable* yang digunakan oleh Moh'd, et al. (1998), Titman dan Wessel (1988) dan Jensen, et al. (1992) yaitu *dividend payments*, *firm size*, *firm growth*, *asset structure*, *firm profitability* dan *tax rate*.

1.2 Perumusan Masalah

Dari uraian di atas, sejauh ini ternyata masih banyak hal yang belum terjawab dengan memuaskan tentang faktor-faktor apa sebenarnya yang mempengaruhi *debt ratio* pada tempat yang berbeda. Karenanya pada bursa yang berkembang seperti BEJ, penelitian perlu dilakukan dalam setiap periode yang relatif pendek dan berkelanjutan.

Begitu pula bila dilihat dari Tabel 1.1 tersebut dapat diketahui bahwa tingkat *debt ratio* masing-masing perusahaan selama periode 1997 – 1999 mengalami fluktuasi dan tidak mempunyai pola yang sama yang disebabkan oleh kebijakan hutang perusahaan yang berbeda-beda antara perusahaan yang satu dengan perusahaan yang lain.

Oleh karena itu seberapa besar dan faktor apa saja yang berpengaruh pada *debt ratio* dapat berubah seiring perkembangan situasi bisnis pada ruang dan waktu yang berbeda. Berdasarkan latar belakang di atas maka perumusan masalah dalam penelitian ini adalah : "Faktor-faktor apakah yang mempengaruhi *debt ratio* perusahaan manufaktur (dalam konteks *agency theory*) selama krisis moneter ?"

Dari perumusan masalah di atas dapat diperinci lagi dalam pertanyaan penelitian sebagai berikut :

1. Apakah *insider ownership* berpengaruh terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur (dalam konteks *agency theory*) selama krisis moneter ?
2. Apakah *institutional investors* berpengaruh terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur (dalam konteks *agency theory*) selama krisis moneter ?
3. Apakah *shareholders dispersion* berpengaruh terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur (dalam konteks *agency theory*) selama krisis moneter ?
4. Apakah *dividend payments* berpengaruh terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur (dalam konteks *agency theory*) selama krisis moneter ?
5. Apakah *firm growth* berpengaruh terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur (dalam konteks *agency theory*) selama krisis moneter ?
6. Apakah *firm size* berpengaruh terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur (dalam konteks *agency theory*) selama krisis moneter ?
7. Apakah *asset structure* berpengaruh terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur (dalam konteks *agency theory*) selama krisis moneter ?
8. Apakah *firm profitability* berpengaruh terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur (dalam konteks *agency theory*) selama krisis moneter ?
9. Apakah *tax rate* berpengaruh terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur (dalam konteks *agency theory*) selama krisis moneter ?
10. Apakah *insider ownership*, *institutional investors*, *shareholders dispersion*, *dividend payments*, *firm growth*, *firm size*, *asset structure*, *firm profitability* dan *tax rate* berpengaruh terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur (dalam konteks *agency theory*) selama krisis moneter ?

1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah :

1. Menganalisis pengaruh *insider ownership* terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur (dalam konteks *agency theory*) selama krisis moneter.
2. Menganalisis pengaruh *institutional investors* terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur (dalam konteks *agency theory*) selama krisis moneter.
3. Menganalisis pengaruh *shareholders dispersion* terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur (dalam konteks *agency theory*) selama krisis moneter.

4. Menganalisis pengaruh *dividend payments* terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur (dalam konteks *agency theory*) selama krisis moneter.
5. Menganalisis pengaruh *firm growth* terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur (dalam konteks *agency theory*) selama krisis moneter.
6. Menganalisis pengaruh *firm size* terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur (dalam konteks *agency theory*) selama krisis moneter.
7. Menganalisis pengaruh *asset structure* terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur (dalam konteks *agency theory*) selama krisis moneter.
8. Menganalisis pengaruh *firm profitability* terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur (dalam konteks *agency theory*) selama krisis moneter.
9. Menganalisis pengaruh *tax rate* terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur (dalam konteks *agency theory*) selama krisis moneter.
10. Menganalisis pengaruh *insider ownership*, *institutional investors*, *shareholders dispersion*, *dividend payments*, *firm growth*, *firm size*, *asset structure*, *firm profitability* dan *tax rate* terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur (dalam konteks *agency theory*) selama krisis moneter.

Sedangkan manfaat yang diharapkan dapat diperoleh dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Sebagai tambahan informasi bagi pihak manajemen perusahaan dan para investor yang berhubungan dengan *agency theory*, khususnya tentang struktur kepemilikan dan aplikasinya terhadap kebijakan hutang perusahaan sebagai alat *monitoring* dalam meminimumkan *agency cost*.
2. Sebagai bahan pertimbangan bagi pihak manajemen dalam membuat kebijakan hutang perusahaan, di mana dengan mempertimbangkan pengaruh struktur kepemilikan saham oleh pihak internal dan pihak eksternal terhadap *debt ratio*, maka dapat mengurangi *agency cost*.
3. Sebagai bahan pertimbangan bagi para investor atau calon investor dalam menilai apakah keberadaan mereka telah cukup efektif atau belum dalam melakukan *monitoring* terhadap manajemen, karena berhubungan dengan modal yang diinvestasikan, sehingga mereka dapat menentukan apakah akan menjual atau membeli saham pada perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta terlebih pada saat krisis sedang berlangsung.

4. Sebagai masukan bagi para akademisi dan praktisi manajemen keuangan bahwa perusahaan yang tidak mempertimbangkan struktur kepemilikan saham serta faktor-faktor lainnya, akan rentan terhadap munculnya *agency problem*.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

2.1 Telaah Pustaka

2.1.1 Konsep-konsep Dasar *Agency Theory*

2.1.1.1 *Agency Theory*

Istilah struktur kepemilikan (*ownership structure*) digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting di dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan *equity* tetapi juga prosentase kepemilikan saham oleh *inside shareholders* dan *outside shareholders* (Jensen dan Meckling, 1976).

Agency theory yang ditemukan oleh Jensen dan Meckling (1976) merupakan salah satu *explanatory variable* untuk mengetahui adanya variasi di dalam kebijakan hutang (struktur modal) perusahaan. *Agency theory* membahas hubungan antara pemberi kerja (*prinsipal*) dan penerima amanah untuk melaksanakan pekerjaan. Dalam konteks ini, yang dimaksud *prinsipal* adalah para pemegang saham sedangkan agen (*agency*) adalah manajemen pengelola perusahaan. Selanjutnya, *prinsipal* akan memberikan hak pada orang lain yang disebut agen untuk menjalankan haknya. Kedua belah pihak diikat oleh kontrak yang menyatakan hak dan kewajiban masing-masing. *Prinsipal* menyediakan fasilitas dan dana untuk menjalankan perusahaan, sedangkan manajemen mempunyai kewajiban mengelola apa yang diamanahkan oleh para pemegang saham kepadanya. Untuk kepentingan tersebut, *prinsipal* akan memperoleh hasil berupa pembagian laba, sedangkan agen memperoleh gaji, bonus dan berbagai macam kompensasi lainnya. Menurut Harianto dan Sudomo dan Sudomo (1998), manusia pada umumnya menginginkan keuntungan yang sebesar-besarnya untuk diri sendiri dan mempunyai kecenderungan menghindari resiko atas perbuatannya. Keterbatasan sifat manusia ini menyebabkan *prinsipal* dan agen saling mencari peluang untuk menguntungkan diri sendiri atas biaya salah satu pihak.

Menurut *agency theory* Jensen dan Meckling (1976), perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan (*agency conflict*). Penyebab timbulnya konflik keagenan ini adalah

karena para pengambil keputusan tidak perlu menanggung resiko sebagai akibat adanya kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis atau tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Resiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh para pemilik. Karena tidak menanggung resiko dan tidak mendapat tekanan dari pihak lain dalam mengamankan investasi para pemegang saham, maka pihak manajemen cenderung untuk menyetujui pengeluaran atau pos-pos biaya yang bersifat konsumtif dan tidak produktif.

Penyebab lain konflik antara manajer dengan *shareholders* adalah karena keputusan pendanaan. Pemegang saham hanya peduli pada resiko sistematis (*systematic risk*) dari saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Namun manajer sebaliknya, mereka lebih berhubungan dengan resiko perusahaan secara keseluruhan. Menurut Fama (1980), ada 2 (dua) alasan, yaitu : (1) bagian *substansif* dari kekayaan mereka adalah di dalam *specific human capital* perusahaan, yang membuat posisi mereka menjadi *non-diversifiable*. (2) manajer akan terancam reputasinya, demikian juga kemampuan *earning* perusahaan, jika perusahaan menghadapi kebangkrutan.

Dengan demikian, menurut *agency theory*, para manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan mereka sendiri, bukan berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan (Jensen dan Meckling, 1976). Pendapat lain didasarkan pada asumsi bahwa para manajer yang bertanggung jawab terhadap keputusan-keputusan keuangan, tidak mampu melakukan diversifikasi investasi dalam *human capital* (Fama, 1980).

2.1.1.2 Pendekatan untuk Mengurangi Agency Problem

Untuk meminimumkan *agency problem* dalam perusahaan, diperlukan biaya yang disebut *agency cost*. *Agency cost* merupakan biaya yang muncul karena menggunakan hutang dan melibatkan hubungan antara *stockholders* dan *bondholders* (Brigham dan Gapenski, 1996). Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan biaya ini sebagai jumlah dari : (1) pengeluaran biaya untuk *monitoring* oleh pemilik (*principal*), dan (2) pengeluaran karena penggunaan hutang oleh manajemen (*agency*) dan pengeluaran karena kehilangan keindependenan atau efisiensi (*residual loss*). Dengan demikian, menurut Jensen dan Meckling (1976), keputusan struktur modal yang dilakukan oleh manajer adalah untuk

menyeimbangkan *agency cost of debt* dengan *agency cost of equity*. Untuk mengatasi *agency problem* dan mengurangi munculnya *agency cost* tersebut dapat dilakukan dengan beberapa cara yaitu :

Pertama, pendekatan dengan cara meningkatkan *insiders ownership*. Menurut pendekatan ini *agency problem* bisa dikurangi bila manajer mempunyai kepemilikan saham dalam perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Dengan adanya kepemilikan saham, maka *insiders* akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambilnya, demikian juga kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Dengan demikian, kepemilikan saham merupakan insentif bagi para manajer dalam perusahaan untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan menggunakan hutang secara optimal sehingga akan meminimumkan *agency costs*.

Kedua, pendekatan pengawasan eksternal. Pendekatan ini dilakukan melalui penggunaan hutang. Peningkatan penggunaan *debt financing* akan mempengaruhi pemindahan *equity capital*. Jensen (1986) menyatakan bahwa dengan adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, dengan demikian menghindari investasi yang sia-sia. Penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan hutang tersebut dikaitkan dengan meningkatnya harga saham perusahaan sedangkan penurunan hutang akan menurunkan harga saham perusahaan (Masulis, 1988).

Penggunaan hutang juga akan meningkatkan kemungkinan resiko kebangkrutan dan kerugian pekerjaan (*job loss*). Di satu sisi tambahan resiko ini dapat memotivasi para manajer untuk mengurangi biaya-biaya yang tidak perlu dan meningkatkan efisiensi perusahaan (Grossman dan Hart, 1982). Di sisi lain, timbul masalah jika hutang yang tinggi tidak diikuti dengan penggunaan yang hati-hati, karena adanya kecenderungan perilaku oportunistik oleh *insiders*, sehingga biaya keagenan akan semakin tinggi dan pada akhirnya juga akan merugikan pemegang saham.

Ketiga, *institutional investors* sebagai *monitoring agents*. Moh'd, et al. (1998) menyatakan bahwa bentuk distribusi saham (*shareholders dispersion*) antara pemegang saham dari luar (*outside shareholders*) yaitu *institutional investors*

dapat mengurangi *agency cost*. Karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen, maka konsentrasi atau penyebaran kekuasaan menjadi suatu hal yang relevan. Adanya kepemilikan oleh investor-investor *institutional* seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain dalam bentuk perusahaan akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja *insiders*.

Hal tersebut senada dengan Bathala (1994) yang menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh institusi (*institutional investors*) merupakan salah satu *monitoring agents* penting yang memainkan peranan secara aktif dan konsisten di dalam melindungi investasi saham yang dipertaruhkan di dalam perusahaan. Mekanisme *monitoring* tersebut akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham.

Menurut Shleifer dan Vishny (1986), dengan adanya konsentrasi kepemilikan, maka para pemegang saham besar seperti *institutional investors* akan dapat memonitor tim manajer dengan lebih efektif, sehingga akan membatasi perilaku oportunistik yang mungkin diambil oleh *insiders*. Meningkatnya kepemilikan saham oleh *institutional investors* dapat mengimbangi kebutuhan terhadap hutang dan *managerial ownership*. Dengan demikian, keberadaan *institutional investors* di dalam perusahaan akan berhubungan negatif dengan rasio hutang perusahaan.

Pendekatan lainnya adalah melalui *labor market controls*, *capital market controls* dan ancaman *takeover* (Mester, 1989). Dalam *labor market controls*, maka pemberian kompensasi kepada *insiders* dikaitkan dengan kinerja dan nilai saham perusahaan. Manajer yang mempunyai kinerja yang baik akan mendapatkan kompensasi yang lebih baik dan lebih mudah mendapatkan pekerjaan khususnya jika perusahaan tersebut diambil alih oleh perusahaan lain. Konsisten dengan Smith dan Watts (1982) yang menyatakan bahwa pemberian kompensasi seperti *executive option plans* dapat memotivasi para manajer untuk meningkatkan nilai perusahaan. Pendekatan *capital market controls* dilakukan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Pendekatan ini telah dibahas pada *monitoring* oleh *institutional investors*. Selanjutnya, pengawasan melalui ancaman *takeover* akan membuat

manajer disiplin dalam bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Dalam konteks ini, manajemen yang kinerjanya buruk akan tersingkir bila takeover terjadi.

2.1.1.3 Peranan *Insiders Ownership* di dalam Mengatasi *Agency Conflict*

Menurut Bathala, et al. (1994) dalam model agency yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976), perusahaan merupakan suatu subyek terhadap meningkatnya konflik. Hal ini disebabkan karena adanya penyebaran dalam pengambilan keputusan dan resiko yang ditanggung oleh perusahaan. Dalam konteks ini, para manajer mempunyai kecenderungan untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik yang lain, karena mereka menerima manfaat yang penuh dari kegiatan tersebut, tetapi kurang mau untuk menanggung resiko dari biaya yang dikeluarkan tersebut. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan hal tersebut sebagai *agency cost of equity*.

Di sisi lain, manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimisasi nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik mereka. Hal ini akan meningkatkan beban bunga pinjaman karena resiko kebangkrutan perusahaan meningkat, sehingga *agency cost of debt* semakin tinggi. Meningkatnya *agency cost* tersebut pada akhirnya akan berpengaruh pada penurunan nilai perusahaan.

Menurut Jensen dan Meckling (1976), kehadiran biaya tersebut dapat dikurangi dengan cara meningkatkan kepemilikan saham manajerial (*managerial ownership*) dalam perusahaan. Dengan demikian, akan memaksa para manajer untuk menanggung resiko dari kekayaan yang dimiliki sebagai konsekuensi bila melakukan kesalahan dalam mengelola perusahaan. Dengan adanya kepemilikan saham, maka *insiders* akan semakin hati-hati dalam menggunakan hutang dan berusaha meminimumkan *agency cost* tersebut, sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan.

Menurut Jensen dan Meckling (1976), investasi saham manajerial merupakan salah satu penentu penting di dalam struktur modal perusahaan. Namun arah hubungannya masih belum jelas. Di satu sisi, jika kepemilikan manajer di dalam perusahaan meningkat, maka meningkatnya hutang menjadi semakin menarik, karena hutang akan meningkatkan harga saham, dengan demikian meningkatkan nilai pemegang saham. Di sisi lain, pada tingkat kepemilikan yang cukup signifikan, maka manajer tidak mungkin memegang portofolio yang terdiversifikasi dengan baik,

dan meningkatnya hutang dapat menyebabkan biaya yang mahal dalam *human capital* mereka. Dengan demikian, mereka akan mengurangi resiko perusahaan (Smith dan Stulz, 1985). Jika resiko dikurangi dengan penggunaan hutang yang lebih rendah, maka terdapat hubungan negatif antara kepemilikan saham oleh *insiders* dengan rasio hutang perusahaan.

Friend, et al. (1994) konsisten dengan Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kepemilikan saham manajerial yang tinggi akan meningkatkan resiko hutang yang *non-diversifiable*, sehingga *insiders* akan semakin hati-hati dalam menggunakan hutang. Hal ini menyebabkan rasio hutang perusahaan menurun jika tingkat kepemilikan saham manajerial meningkat.

Dengan demikian, meningkatnya *insiders ownership* akan mensejajarkan kepentingan para manajer dengan kepentingan para *outside shareholders* dan mengurangi penggunaan hutang secara optimal, sehingga dapat meminimumkan *agency cost*. Dengan kata lain, *insiders ownership* mempunyai pengaruh yang negatif dengan *debt ratio* perusahaan.

2.1.1.4 Peranan *Institutional Investors* sebagai *Monitoring Agents* di dalam Mengatasi *Agency Conflict*

Shleifer dan Vishny (1986) menyatakan bahwa kehadiran pemegang saham besar seperti *institutional investors* mempunyai peranan penting dalam memonitor manajer dalam perusahaan. Secara khusus, Shleifer dan Vishny (1986) menyatakan bahwa "...pemegang saham terbesar mempunyai kepentingan cukup besar dalam melakukan *monitoring* terhadap kewajiban manajemen dalam melakukan pembayarannya. Jika keuntungan mengalami perubahan yang meningkat, ia harus berusaha untuk melaksanakannya."

Coffee (1991) menyatakan bahwa ada perubahan perilaku *institutional investors* dari investor yang pasif menjadi investor yang aktif dalam melakukan *monitoring*. Menurut Coffee (1991), meningkatnya aktivitas para *institutional investor* dalam melakukan *monitoring* disebabkan oleh kenyataan bahwa, adanya kepemilikan saham yang signifikan oleh *institutional investors* telah menghasilkan peningkatan kemampuan mereka dalam melakukan tindakan secara kolektif. Pada waktu yang sama, biaya untuk keluar dari investasi yang mereka lakukan (*exit cost*) menjadi semakin mahal, karena adanya resiko saham akan terjual pada harga diskon.

Kondisi ini akan memotivasi *institutional investors* untuk lebih serius dalam mengoreksi perilaku manajemen dan memperpanjang jangka waktu investasi.

Meningkatnya aktivitas *institutional investors* didukung oleh usaha mereka untuk meningkatkan tanggung jawab para manajer. Aktivitas *monitoring* tersebut antara lain dilakukan dengan menempatkan para komite penasehat (*advisory committees*) yang akan bekerja untuk melindungi kepentingan mereka. Mengutip langsung dari Bathala (1992), “...institutions have sought to increase their oversight on companies through the information of shareholder advisory committees that serve to review operating and financial results of the company and seek to enhance dialog and the flow of information between major shareholders and management”. Konsisten dengan Fama dan Jensen (1983) yang menyatakan mekanisme *monitoring* dapat dilakukan dengan menempatkan dewan ahli (*decision expert*) yang tidak dibiayai oleh perusahaan, dengan demikian tidak berada di bawah pengawasan dari CEO, sehingga dapat memonitor para manajer secara lebih efektif. Bentuk *monitoring* yang lain adalah dengan cara memberikan masukan-masukan sebagai bahan pertimbangan bagi *insiders* dalam menjalankan usaha, dan melalui rapat umum pemegang saham (Brigham dan Gapenski, 1996).

Moh'd, et al. (1998) menyatakan bahwa, ada aspek lain di dalam struktur kepemilikan yang juga berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan yang harus dipertimbangkan dalam rangka mengurangi *agency cost* yaitu bentuk distribusi saham oleh pemegang saham dari luar (*shareholders dispersion of institutional investors*). Kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Oleh karena itu konsentrasi atau penyebaran kekuasaan menjadi suatu hal yang relevan. Dengan adanya konsentrasi kepemilikan, *shareholders* dapat mengawasi manajemen secara lebih efektif (Shleifer dan Vishny, 1986). Hal ini didasarkan atas argumen bahwa besarnya dana yang dipertaruhkan oleh *institutional investors* merupakan motivator yang kuat bagi mereka untuk mengawasi manajemen.

Pada akhirnya, semakin besar saham yang dimiliki oleh *institutional investors* akan menyebabkan usaha *monitoring* menjadi semakin efektif, karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik yang dilakukan oleh para manajer. Tindakan *monitoring* tersebut akan mengurangi *agency costs*, karena memungkinkan perusahaan menggunakan tingkat hutang yang lebih rendah (Bathala, et al. 1994).

2.1.2 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Debt Ratio*

Kebijakan hutang yang diproksikan sebagai *debt ratio* adalah suatu ukuran yang umum digunakan untuk melihat tingkat hutang perusahaan, dalam kaitannya dengan minimalisasi *agency cost* untuk mencapai optimalisasi struktur modal. *Debt ratio* menurut Chen C.R. dan T.L. Steiner (1999) serta Moh'd, et al (1998) didefinisikan sebagai hasil bagi antara hutang jangka panjang dengan total aktiva yang dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Debt ratio} = \frac{\text{Long Term Liabilities}}{\text{Total Assets}} \quad \dots\dots\dots (1)$$

Selain faktor-faktor di atas yang telah dibahas seperti *insider ownership*, *institutional investor* dan *shareholders dispersion*, masih terdapat beberapa faktor lainnya yang dapat mempengaruhi *debt ratio* perusahaan seperti :

2.1.2.1 *Dividend payments*

Surasni (1988) mengatakan bahwa pembagian dividen bertujuan untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham atau harga saham. Dengan dibayarkannya dividen maka diharapkan perusahaan tersebut di mata investor akan memiliki nilai yang tinggi. Dengan pembayaran dividen yang terus menerus perusahaan ingin menunjukkan bahwa perusahaan mampu menghadapi gejolak perekonomian dan mampu memberikan hasil kepada pemegang saham.

Beberapa pernyataan menunjukkan terdapat kecenderungan perusahaan mempertahankan tingkat pembayaran dividen dan meningkatkan tingkat tersebut hanya apabila perusahaan yakin bahwa peningkatan tersebut dapat dipertahankan pada periode-periode selanjutnya. Pembayaran dividen ini tetap dilakukan bahkan pada saat resesi, di mana perusahaan-perusahaan mengalami kerugian. Dengan demikian maka pembagian dividen dipandang oleh manajer maupun oleh pemegang saham sebagai suatu indikasi bahwa perusahaan masih prospektif di mana kerugian hanya bersifat temporal dan perusahaan tidak mengalami kesulitan finansial.

Di dalam penelitian tentang *agency cost* dan perilaku pembayaran dividen perusahaan, Rozeff (1982) menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah suatu bagian dari *monitoring* perusahaan. Dalam kondisi demikian perusahaan cenderung

untuk membayar dividen lebih besar jika *insiders* memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada para pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer (*manager's power*) dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru. Jensen, et al. (1992) menyatakan bahwa pembayaran dividen muncul sebagai pengganti hutang di dalam struktur modal untuk mengawasi perilaku manajer. Dalam konteks ini, perusahaan yang mempunyai *dividend pay-out ratio* lebih tinggi menyukai pendanaan dengan modal sendiri, sehingga mengurangi *agency cost*. Di samping itu, pembayaran dividen dapat dilakukan setelah kewajiban terhadap pembayaran bunga dan cicilan hutang dipenuhi. Adanya kewajiban tersebut, akan membuat manajer semakin hati-hati dan efisien dalam menggunakan hutang. Pembayaran dividen didefinisikan sebagai *dividend pay-out ratio* (Jensen, et al. 1992 dan Moh'd, et al. 1998) dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividend per Share}}{\text{Earning per Share}} \quad \dots\dots\dots (2)$$

2.1.2.1.1 Faktor-faktor Manajerial yang Mempengaruhi Pembayaran Dividen

Kebijakan dividen menunjukkan kebijakan dan praktek perusahaan dalam menerapkan keputusan dividen. Menurut Agus Sartono (1994), yang merupakan faktor-faktor manajerial yang perlu dianalisis dalam kaitannya dengan kebijakan dividen :

1. Kebutuhan Dana Perusahaan

Pendapatan perusahaan yang tidak dibagikan sebagai dividen merupakan sumber dana perusahaan untuk membelanjai operasi perusahaan, sehingga kebutuhan dana bagi perusahaan untuk membelanjai operasi perusahaan harus dipertimbangkan dalam menentukan kebijakan dividen

2. Likuiditas

Likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama dalam kebijakan dividen. Oleh karena dividen merupakan aliran kas keluar, maka semakin

besar posisi kas dan likuiditas perusahaan secara keseluruhan, semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

3. Kemampuan Meminjam

Posisi likuiditas perusahaan dapat diatasi dengan kemampuan perusahaan untuk meminjam dalam jangka pendek. Kemampuan meminjam dalam jangka pendek itu meningkatkan fleksibilitas likuiditas perusahaan. Selain itu fleksibilitas juga dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan untuk bergerak di pasar modal dengan mengeluarkan obligasi. Perusahaan yang semakin besar dan sudah mapan akan memiliki akses yang lebih baik di pasar modal. Kemampuan meminjam yang lebih besar, fleksibilitas yang lebih besar akan memperbesar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

4. Keadaan Pemegang Saham

Jika suatu perusahaan, kepemilikan sahamnya relatif tertutup, maka manajemen dapat mengetahui apa yang diharapkan pemegang saham tentang kebijakan dividen perusahaan tersebut. Jika pemegang saham dalam kelompok yang terkena pajak yang tinggi, maka pemegang saham tersebut akan lebih menyukai memperoleh *capital gain*, dana pendapatan dividen yang rendah. Dan sebaliknya jika pemegang saham termasuk dalam golongan yang terkena pajak yang rendah, maka pemegang saham tersebut akan lebih menyukai memperoleh pendapatan dividen yang tinggi. Guna mengetahui apa yang diharapkan pemegang saham yang jumlahnya besar, maka harapan pemegang saham dalam hal kebijakan dividen dapat dinilai dari konteks pasar.

5. Stabilitas Dividen

Bagi para investor faktor stabilitas dividen lebih menarik daripada *dividend pay-out ratio* yang tinggi. Stabilitas di sini dalam arti tetap memperhatikan tingkat pertumbuhan perusahaan, yang ditunjukkan oleh koefisien arah yang positif. Apabila faktor lain sama, saham yang memberikan dividen yang stabil merupakan indikator prospek perusahaan yang stabil pula, dengan demikian resiko perusahaan juga relatif rendah.

2.1.2.1.2 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Pembayaran Dividen

Faktor-faktor yang mempengaruhi pembayaran dividen adalah :

1. Pembayaran Dividen Masa yang akan Datang Lebih Beresiko

Sehingga investor akan lebih menyukai dividen yang dibayarkan sekarang. Oleh karena pengaruh nilai waktu uang, maka nilai dividen yang dibayarkan sekarang tidak sama dengan nilai dividen yang dibayarkan pada masa yang akan datang. Investor akan lebih menyukai pembayaran dividen sekarang dibandingkan pada masa yang akan datang, karena resiko pembayaran dividen sekarang lebih kecil dibandingkan apabila dibagikan pada masa yang akan datang.

2. Perbedaan Tingkat Pajak pada Penghasilan Dividen dan *Capital Gain*

Tingkat pajak yang dikenakan pada penghasilan dividen dengan tingkat pajak yang dikenakan pada *capital gain* tidak sama. Apabila tingkat pajak yang dikenakan pada dividen lebih tinggi dibandingkan dengan tingkat pajak yang dikenakan pada *capital gain*, maka investor akan lebih menyukai memperoleh *capital gain*. Sebaliknya apabila tingkat pajak yang dikenakan pada dividen lebih rendah dibandingkan dengan tingkat pajak yang dikenakan pada *capital gain*, maka investor akan lebih menyukai pembayaran dividen.

3. Biaya Transaksi yang Tinggi

Guna mendapatkan *capital gain*, investor dapat melakukan jual beli saham. Setiap jual beli saham dikenakan biaya transaksi. Apabila biaya transaksi ini cukup tinggi, maka investor akan menghindari jual beli saham dan menginginkan pembayaran dividen.

4. Pengaruh Pelanggan

Perbedaan kelompok dari para investor akan mempengaruhi permintaan terhadap dividen. Investor yang lebih menyukai pendapatan saat ini dalam bentuk dividen, akan menghendaki perusahaan membayar dividen yang tinggi. Investor lain mungkin tidak menginginkan dividen yang lebih tinggi, tetapi lebih menyukai menginvestasikan kembali pendapatan mereka. Biasanya investor yang menginvestasikan kembali pendapatan mereka adalah kelompok investor yang berada dalam tarif pajak yang cukup tinggi. Jika perusahaan menahan laba setelah pajak yang diperoleh, maka investor yang menyukai pembayaran dividen akan kecewa. Mereka memang akan menerima *capital gain*, tetapi untuk memenuhi kebutuhan hidupnya, mereka terpaksa menjual saham. Dan sebaliknya investor yang memilih

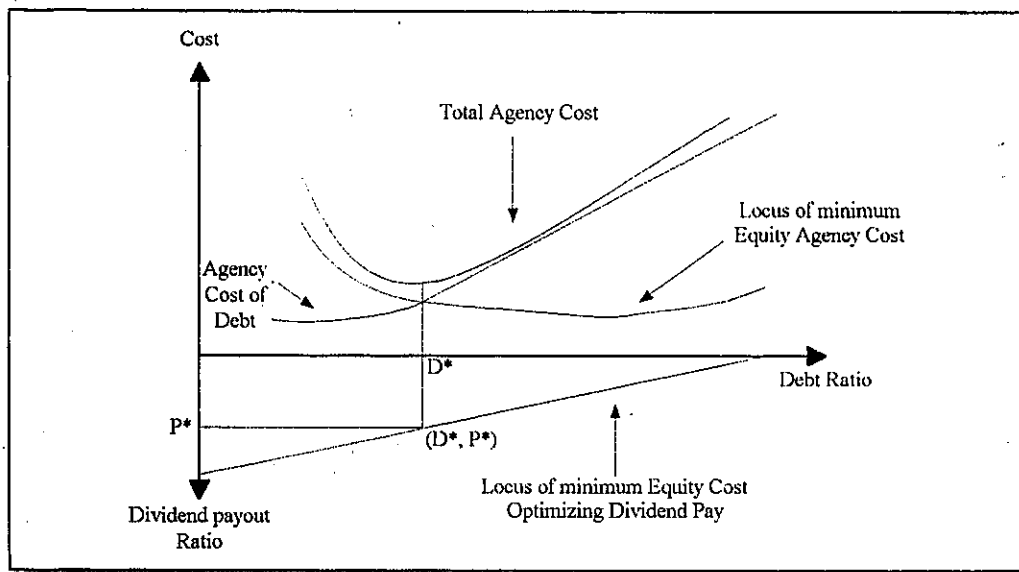
menginvestasikan kembali pendapatannya akan kecewa, apabila perusahaan memberikan dividen yang besar karena pajak yang dibayar akan lebih tinggi.

2.1.2.1.3 Simultanitas Keputusan Dividen dan Struktur Modal

Simultanitas keputusan dividen dan struktur modal bergantung pada kelaziman dividen untuk mengendalikan biaya keagenan (Easterbrook, 1984). Noronha, et al. (1996) menyebutkan sifat dasar interaksi kebijakan dividen dan keputusan struktur modal ketika keputusan dividen dipengaruhi oleh pertimbangan biaya keagenan. Melalui pendekatan grafik, Noronha, et al (1996) mencoba menjelaskan mekanisme simultanitas kebijakan dividen dan struktur modal untuk mengurangi biaya keagenan. Hal tersebut dapat dilihat pada Gambar 2.1.

Dalam panel atas gambar, *locus* (titik temu) antara biaya keagenan modal minimum dengan biaya keagenan hutang akan menentukan rasio hutang optimal (D^*). Rasio hutang optimal (D^*) merupakan satu titik di mana biaya keagenan modal marginal sama dengan biaya keagenan hutang marginal sehingga total biaya keagenan menjadi minimal. Dalam panel bawah gambar, *locus* antara biaya keagenan minimum dengan biaya keagenan hutang secara simultan akan menentukan tingkat *dividend pay-out ratio* optimal (P^*). Dari grafik di atas, dapat disimpulkan bahwa pada tingkat *dividend pay-out ratio* sebesar P^* dan tingkat rasio hutang sebesar D^* , perusahaan telah mencapai struktur modal optimal dan kebijakan dividen optimal. Melalui optimalitas dividen dan struktur modal secara simultan, perusahaan dapat meminimalkan biaya keagenan.

Gambar 2.1
 Penentuan Simultanitas Rasio Pembayaran Dividen dan Struktur Modal



sumber : Jensen dan Meckling (1976); Noronha, et al (1996)

2.1.2.2 Firm Growth

2.1.2.2.1 Pengertian Pertumbuhan

Pengertian “tumbuh” yang digunakan dalam manajemen keuangan umumnya menunjukkan makin besarnya skala perusahaan. Mengukur pertumbuhan dapat dilakukan dengan menghitung jumlah input atau outputnya. Namun karena satuan input atau output masing-masing perusahaan berbeda-beda, seperti unit, kilogram, liter, maka cara ini sulit untuk membandingkan serta mengukur pertumbuhan. Oleh karena itu, untuk dapat mengukur pertumbuhan perusahaan, maka besarnya nilai input atau output perusahaan perlu ditransformasikan ke dalam satuan nilai mata uang terlebih dahulu.

2.1.2.2.1.1 Tingkat Pertumbuhan

Suatu perusahaan yang berada dalam industri yang mempunyai laju pertumbuhan yang tinggi, harus menyediakan modal yang cukup untuk dapat membiayai pertumbuhannya. Makin cepat tingkat atau laju pertumbuhan suatu perusahaan makin besar kebutuhannya untuk membiayai pertumbuhan perusahaan yang bersangkutan. Tingkat pertumbuhan dapat diukur dengan menggunakan tingkat pertumbuhan *total asset* (Titman dan Wessel, 1988 dan Moh'd, et al. 1998), yaitu dengan menggunakan prosentase perubahan dalam *total asset*

pada aktiva akhir tahun dibagi dengan aktiva awal tahun yang dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Firm Growth} = \frac{\text{Total Asset}_t - \text{Total Asset}_{t-1}}{\text{Total Asset}_{t-1}} \quad \dots\dots\dots (3)$$

Dua faktor yang menunjang pertumbuhan ekonomi yaitu : (1) *push incentive*, yaitu manajer mencari pertumbuhan sebagai cara untuk melihat kemampuan manajemennya, dan (2) *pull incentive*, yaitu perusahaan tumbuh agar *survive*.

2.1.2.2.1.2 Hambatan Pertumbuhan

Beberapa faktor yang membatasi pertumbuhan adalah :

1. Sumber Daya Perusahaan

Ada beberapa faktor yang mempengaruhi peningkatan skala perusahaan. Perubahan teknologi dapat mempengaruhi produktivitas sumber daya sehingga meningkatkan penghasilan. Penghasilan merupakan faktor yang potensial untuk melakukan investasi baru. Dengan demikian sumber daya yang tidak produktif, yang tidak dapat memberikan peningkatan penghasilan dapat menghambat pertumbuhan.

2. Permintaan Pasar

Permintaan pasar merupakan faktor yang paling diperhatikan oleh produsen. Proses pertumbuhan tidak cukup hanya dijelaskan oleh kenaikan kapasitas produksi perusahaan saja. Kenaikan kapasitas produksi ini juga harus diikuti dengan kenaikan permintaan pasar. Apabila kenaikan kapasitas produksi ini tidak diikuti oleh kenaikan permintaan pasar, maka akan mengakibatkan penurunan harga. Kenaikan atau penurunan laba bersih perusahaan tergantung pada besarnya perubahan harga dan efisiensi biaya produksi dari adanya peningkatan kapasitas produksi tersebut. Selama penurunan biaya produksinya lebih besar daripada penurunan harga, maka penurunan harga masih memberikan kenaikan penghasilan dan pertumbuhan bagi perusahaan.

3. Pendanaan Eksternal

Sebagian besar perusahaan selain membutuhkan sumber dana internal juga membutuhkan sumber dana eksternal untuk membiayai operasinya.

Perusahaan yang membutuhkan sumber dana eksternal dapat terhambat pertumbuhannya, apabila sumber dana eksternal yang tersedia untuk membiayai operasi perusahaan kurang dari sumber dana eksternal yang dibutuhkan. Oleh karena kebutuhan sumber dana eksternal tidak tercukupi, maka operasi perusahaan menjadi terganggu. Operasi perusahaan yang terganggu akan mengakibatkan perusahaan tidak dapat mengoptimalkan penghasilannya dan pertumbuhan perusahaan menjadi terhambat.

4. Resiko Finansial

Resiko finansial muncul dari meningkatnya hutang perusahaan. Resiko finansial muncul dalam beberapa bentuk. Pertama, dengan hutang memungkinkan perusahaan melakukan ekspansi. Ekspansi yang dilakukan perusahaan dapat memberikan dampak variasi penghasilan yang diharapkan perusahaan semakin meningkat, dengan demikian potensi kerugian yang ditanggung perusahaan juga meningkat. Kedua, meningkatnya variasi penghasilan yang diharapkan tersebut dihadapkan pada kewajiban tetap berupa pembayaran bunga dan cicilan hutang. Guna meminimumkan resiko finansial ini manajer perlu membatasi hutang.

Brigham dan Gapenski (1996) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber eksternal yang besar. Biasanya biaya emisi saham akan lebih besar daripada biaya penerbitan surat hutang. Dengan demikian, perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang. Sedangkan Myers (1977) menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai investasi yang lebih besar di dalam *intangible asset* cenderung menggunakan sedikit hutang di dalam struktur modal mereka, untuk mengurangi *agency cost* yang dihubungkan dengan resiko hutang.

2.1.2.3 Firm Size

Perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses pasar modal. Kemudahan untuk mengakses pasar modal mempunyai arti bahwa perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana. Penelitian yang dilakukan oleh Titman dan Wessel (1988) dan Moh'd, et al. (1998) menyatakan

bahwa kebijakan hutang perusahaan dipengaruhi oleh ukuran perusahaan, di mana ukuran perusahaan ini dirumuskan dengan *natural log of sales*. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan cenderung untuk meningkatkan hutangnya atas ekspansi perusahaan.

2.1.2.4 Asset Structure

Asset structure menggambarkan sebagian jumlah aset yang dapat dijadikan jaminan (*collateral value of assets*). Perusahaan dengan struktur aktiva yang fleksibel cenderung menggunakan hutang yang lebih besar daripada perusahaan yang struktur aktiva tidak fleksibel. Investor akan lebih mudah memberikan pinjaman jika disertai dengan jaminan. Jika perusahaan menggunakan hutang dengan jaminan maka akan mengurangi resiko kebangkrutan perusahaan. Penelitian oleh Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa komposisi *collateral value of assets* perusahaan mempengaruhi sumber pembiayaannya. Seorang investor akan lebih mudah memberikan pinjaman bila disertai dengan jaminan yang ada. Di sisi lain, jika perusahaan menggunakan hutang yang disertai dengan jaminan maka akan mengurangi resiko kebangkrutan perusahaan. Menurut Brigham dan Gapenski (1996), secara umum, perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang, akan lebih mudah mendapatkan hutang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap hutang. Dengan demikian, perusahaan yang memiliki jumlah aktiva tetap yang mudah untuk dijual akan menggunakan hutang dalam proporsi yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang aktiva tak berwujud dalam jumlah besar meskipun memiliki kesempatan untuk tumbuh lebih baik. Ini lebih mudah dipahami karena sulit untuk memperkirakan kinerja perusahaan yang misalnya hanya memiliki *good will*, sementara tidak didukung oleh aktiva berwujud yang cukup. *Asset structure* oleh Jensen, et al. (1992) dan Moh'd, et al. (1998), diukur dengan menggunakan hasil bagi antara *fixed asset* terhadap *total asset*, atau dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Asset Structure} = \frac{\text{fixed asset}}{\text{total asset}} \quad \dots\dots\dots (4)$$

2.1.2.5 Firm Profitability

Firm profitability menggambarkan pendapatan untuk membiayai investasi. Profitabilitas menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor. Myers (1984) menyatakan bahwa manajer mempunyai *pecking order* di dalam menahan laba sebagai pilihan pertama, diikuti oleh pembiayaan dengan hutang (*debt financing*), kemudian *equity*. Profitabilitas menurut Titman dan Wessels (1988) dan Moh'd, et al. (1998), diprosikan sebagai ROA (*Return On Assets*) yaitu perbandingan antara laba sebelum bunga dan pajak dengan total aktiva yang dirumuskan sebagai berikut :

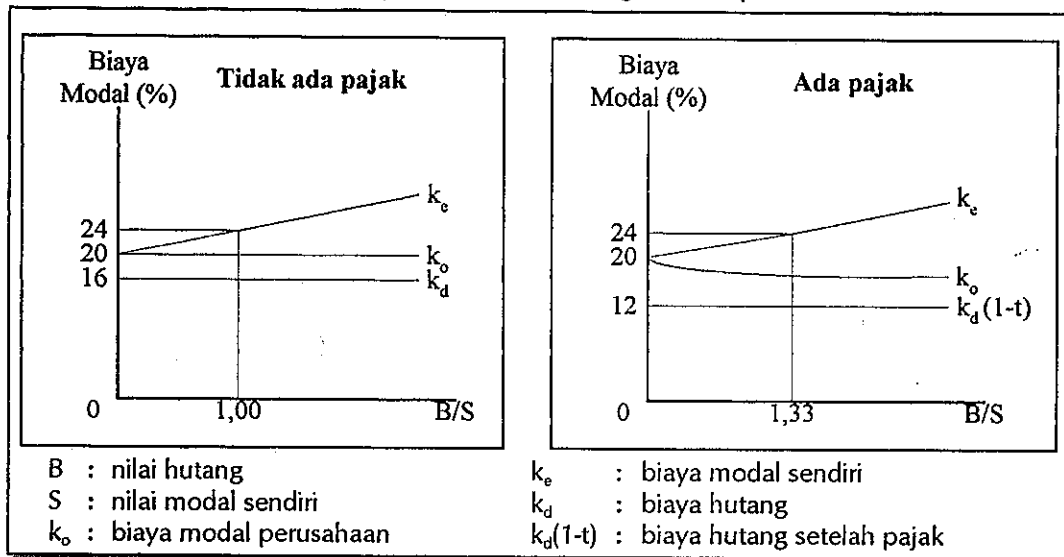
$$\boxed{\text{Firm Profitability (ROA)} = \frac{\text{EBIT}}{\text{total asset}}} \dots\dots\dots (5)$$

2.1.2.6 Tax Rate

Dengan adanya pajak, penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan, karena adanya pengurangan pajak akibat pembayaran bunga hutang (Brigham dan Gapenski, 1996). Dengan demikian, untuk meningkatkan nilai perusahaan, maka perusahaan seharusnya menggunakan proporsi hutang yang lebih besar. Kemudian dengan memasukkan unsur biaya kebangkrutan dan *agency cost*, maka dengan semakin besarnya penggunaan hutang nilai perusahaan akan meningkat. Tetapi setelah mencapai titik tertentu kenaikan keuntungan dari penggunaan hutang, akan lebih kecil daripada kenaikan biaya kebangkrutan dan *agency cost*, sehingga nilai perusahaan akan turun.

Franco Modigliani dan Merton H. Miller (MM) berpendapat, bahwa baik dalam keadaan tidak ada maupun ada pajak mengenai perilaku biaya modal (baik biaya modal sendiri, biaya hutang, maupun biaya modal perusahaan) akan tampak pada Gambar 2.2 sebagai berikut :

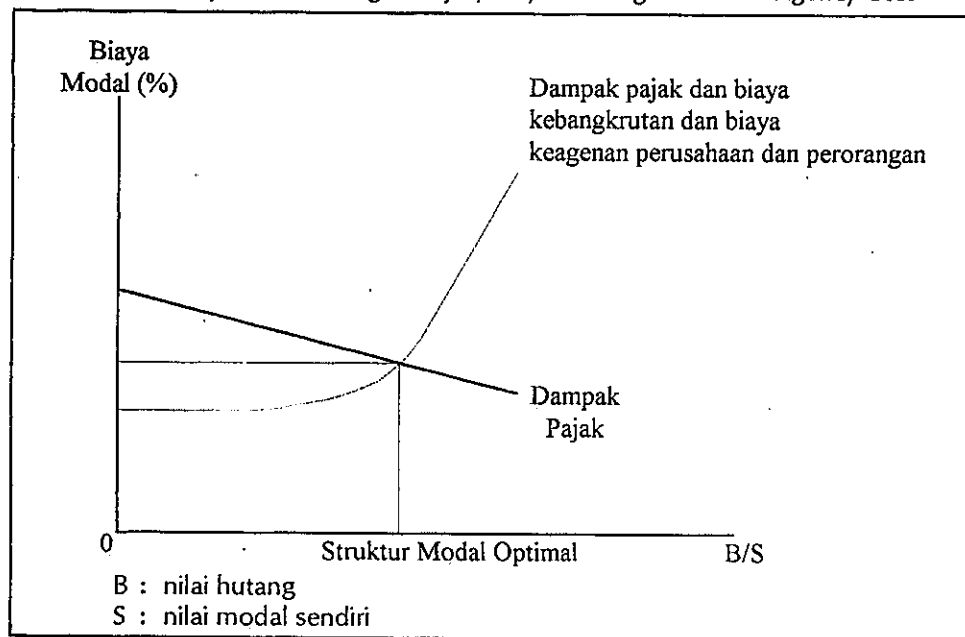
Gambar 2.2
Perilaku Biaya Modal Sesuai dengan Pendapat MM



Dalam keadaan ada pajak, biaya modal perusahaan (k_o) akan makin menurun dengan makin besarnya komposisi hutang yang dipergunakan, turun mendekati biaya hutang setelah pajak ($k_d(1-t)$). Biaya modal sendiri meningkat secara linier, meskipun *slope*-nya berbeda antara keadaan tidak ada pajak dengan keadaan ada pajak. Biaya hutang (k_d) diasumsikan konstan berapapun proporsi hutang yang dipergunakan, seperti yang dikutip oleh Suad Husnan (1995).

Dengan mempertimbangkan adanya pajak dan biaya kebangkrutan, maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan atau menurunkan biaya modal. Tetapi dengan semakin tinggi hutang, penurunan biaya modal akan semakin berkurang dan sampai titik tertentu akan meningkatkan biaya modalnya. Titik tersebut menunjukkan struktur modal yang optimal. Perilaku biaya modal apabila ada pajak dan biaya kebangkrutan (Suad Husnan, 1994), dapat dilihat pada Gambar 2.3 sebagai berikut :

Gambar 2.3
Perilaku Biaya Modal dengan Pajak, Biaya Kebangkrutan dan Agency Cost



Teori *trade-off* (*The Trade-Off Theory*) menjelaskan adanya hubungan antara pajak, resiko kebangkrutan, dan penggunaan hutang yang disebabkan keputusan struktur modal yang diambil oleh perusahaan (Brealey dan Myers, 1991). Teori *trade-off* merupakan keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan hutang, di mana dalam keadaan ada pajak, nilai perusahaan akan naik maksimal dengan biaya modal yang minimal.

Asumsi dasar yang digunakan dalam teori *trade-off* adalah adanya informasi simetris (*symmetric information*) yang menjelaskan keputusan struktur modal yang diambil oleh suatu perusahaan, yaitu adanya informasi yang dimiliki oleh pihak manajemen suatu perusahaan di mana perusahaan dapat menyampaikan informasi kepada publik. Oleh karena itu, semua investor mempunyai informasi yang sama dengan manajemen, seperti mengenai nilai aktiva yang ada.

Struktur modal merupakan perimbangan atau perbandingan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri. (Bambang Riyanto, 1981). Dalam teori yang dijelaskan oleh Modigliani dan Miller ditunjukkan bahwa dengan menggunakan hutang (yang lebih banyak) perusahaan bisa meningkatkan nilainya kalau ada pajak. Peningkatan nilai tersebut dikarenakan pemerintah lewat instansi pajaknya bersedia menerima bagian yang lebih kecil (lewat penerimaan pajak) kalau perusahaan menggunakan hutang, di mana bagian ini dinikmati oleh pemilik modal sendiri yang

mengakibatkan nilai perusahaan meningkat (Suad Husnan, 1994). Dalam pasar yang sempurna, di mana tidak ada pajak, biaya kebangkrutan dan biaya transaksi, maka penggunaan hutang tidak akan mempengaruhi biaya modal. Tetapi pada dasarnya tidak ada pasar yang sempurna, oleh karena itu perlu adanya asumsi-asumsi adanya pajak. Sehingga keputusan pendanaan menjadi relevan karena pada umumnya bunga yang dibayarkan atas penggunaan hutang akan mempengaruhi jumlah penghasilan yang dikenai pajak, dengan demikian akan mempengaruhi biaya modal perusahaan.

Tingkat pajak ini oleh Homaifar, et al. (1994) dan Moh'd, et al. (1998) diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$\text{Tax Rate} = \frac{\text{EBT} - \text{EAT}}{\text{EBT}} \quad \dots\dots\dots (6)$$

Dari pemaparan di atas maka dapat dirumuskan, bahwa kemungkinan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *debt ratio* dalam kaitannya dengan minimalisasi *agency cost* untuk mencapai optimalisasi struktur modal adalah :

1. *Insider ownership* yaitu besarnya kepemilikan saham oleh *insider* (manajer).
2. *Institutional investors* yang menggambarkan perilaku *monitoring* melalui kepemilikan saham oleh *outside shareholders*.
3. *Shareholders dispersion* yang merupakan distribusi kepemilikan saham oleh *outside shareholders*.
4. *Dividend payments* yang diproksikan sebagai *dividend pay-out ratio*.
5. *Firm growth* yang berindikatorkan *total asset*.
6. *Firm size* yang diukur dengan tingkat *sales* perusahaan.
7. *Asset sructure* menggambarkan *total asset* yang dapat dijadikan jaminan (*collateral value of asset*) yang merupakan rasio dari *fixed asset* dengan *total asset*.
8. *Firm profitability* yang diproksikan sebagai ROA (*Return On Asset*) dan merupakan rasio antara EBIT dengan *total asset*.
9. *Tax rate* yang diukur dengan *ratio of taxes paid to pre-taxes income*.

2.2 Penelitian-penelitian Terdahulu

Penelitian Agrawal dan Mandelker (1987) dilakukan untuk mengetahui hubungan antara *common stock* dan *option holdings* dari manajer dan pilihan investasi serta keputusan pendanaan (*financing decisions*) oleh perusahaan. Tujuan penelitian tersebut, **Pertama** untuk menguji hubungan antara saham dan opsi yang dipegang manajer dan karakteristik dari keputusan investasi yang dibuat perusahaan, khususnya perubahan-perubahan di dalam variabilitas *return on asset* (ROA) perusahaan. **Kedua** untuk menguji hubungan antara saham yang dipegang oleh manajer dan keputusan pendanaan perusahaan (*financing decision*) seperti perubahan di dalam *debt equity ratio*. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, ditemukan : (1) jumlah saham yang dipegang oleh para manajer pada perusahaan yang *variance return*-nya meningkat pada saat pengumuman investasi lebih besar daripada prosentase saham perusahaan yang dipegang oleh para manajer yang *variance return*-nya menurun, (2) adanya hubungan positif antara saham yang dimiliki oleh *insiders* dengan *debt ratio*. Dalam hal ini, saham yang dipegang oleh manajer perusahaan dengan *debt equity ratio* yang meningkat adalah lebih besar dibandingkan dengan saham yang dipegang oleh manajer perusahaan yang memiliki *debt equity ratio* menurun.

Penelitian yang dilakukan oleh Friend dan Lang (1988) menguji apakah keputusan struktur modal perusahaan tersebut sebagian dimotivasi oleh kepentingan manajemen itu sendiri. Penelitian ini menggunakan *debt / asset ratio* sebagai variabel dependen. Sedangkan variabel independennya adalah *standard deviation of earnings*, *log of total assets (size)*, *market value of equity*, proporsi saham yang dipegang oleh *managerial insiders*, proporsi saham yang dipegang oleh *non-managerial stockholder*, dan *net of property ratio, plant, dan equipment* dengan *book asset*. Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 984 perusahaan di NYSE dari tahun 1979 hingga 1983 (lima tahun). Penelitian ini menemukan adanya hubungan positif antara *size* dan *debt ratio*. Penelitian ini juga menemukan adanya hubungan negatif antara *debt ratio* dengan profitabilitas dan kepemilikan saham manajerial. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tingkat hutang perusahaan akan turun jika tingkat investasi manajerial (kepemilikan saham oleh manajemen) meningkat. Hal ini menggambarkan bahwa resiko yang tidak terdiversifikasi (*non-diversifiable risk*) dari

hutang lebih besar bagi manajemen daripada investor publik untuk menjaga tingkat hutang tetap rendah.

Penelitian yang dilakukan oleh Titman dan Wessels (1988) menyatakan ada 8 (delapan) faktor yang menentukan struktur modal perusahaan, yaitu : *collateral value of asset, nondebt tax shield, growth, uniqueness, industry classification, size, earnings volatility* dan *profitability*. Namun penelitian ini tidak memasukkan struktur kepemilikan di dalam model penelitian. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dari 8 (delapan) faktor tersebut, hanya 4 (empat) faktor yang berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, yaitu : *uniqueness, industry classification, size* dan *profitability*.

Penelitian yang dilakukan oleh Jensen, et al. (1992) menguji hubungan antara *insiders ownership, debt* dan *dividend policies*. Periode penelitian adalah 2 (dua) tahun yaitu tahun 1982 dan 1987. Dalam penelitian tersebut *debt ratio* merupakan fungsi dari *insiders, business risk, profitability, R & D* dan *fixed assets*. Hasil penelitian ini menemukan adanya hubungan negatif antara prosentase saham yang dimiliki oleh *insiders* dengan *debt ratio*. Dengan demikian, meningkatnya *insiders ownership* dapat mensejajarkan kepentingan *insiders ownership* dengan kepentingan para *outside shareholders* dan mengurangi peranan hutang sebagai salah satu alat untuk mengurangi *agency conflict*.

Penelitian Mehran (1992) menganalisis hubungan antara struktur modal perusahaan dengan *executive incentive plans, managerial equity investment, pengawasan* oleh *board of directors* dan *major shareholders*. Penelitian yang dilakukan oleh Mehran menggunakan variabel-variabel yang mempengaruhi struktur modal untuk melihat hubungan antara struktur kepemilikan dengan struktur modal perusahaan yang diturunkan dari karakteristik-karakteristik investasi. Variabel-variabel tersebut adalah *managers, outside board members, individual investors, growth opportunities, collateral value of assets* dan *business risk*. Penelitian tersebut dilakukan pada 124 perusahaan manufaktur dengan periode penelitian selama 2 (dua) tahun, yaitu tahun 1979 sampai dengan 1980. Dengan menggunakan analisis *cross sectional*, hasil penelitian tersebut menemukan adanya hubungan positif antara prosentase saham yang dimiliki oleh *insiders* dengan *debt ratio* perusahaan. Di samping itu, perusahaan-perusahaan yang memiliki lebih banyak *investment banker* pada dewan direksi memiliki rasio jumlah hutang jangka panjang yang lebih besar. Hasil penelitian

juga menemukan adanya hubungan positif antara prosentase saham yang dimiliki oleh *individual investor* dengan *debt ratio* perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Bathala, et al. (1994) bertujuan untuk meneliti pengaruh *institutional ownership* terhadap *debt policy* dan *managerial ownership* perusahaan. Penelitian ini juga merupakan pengembangan *agency theory* oleh Jensen dan Meckling (1976), dengan menggunakan periode penelitian selama 1 (satu) tahun, yaitu tahun 1988. Hasil penelitian menunjukkan bahwa penggunaan hutang dan *managerial ownership* berhubungan negatif dengan *institutional investor*. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa kehadiran *institutional investors* dalam perusahaan, sangat efektif dalam *monitoring* terhadap perilaku para manajer dalam perusahaan. Di samping itu, meningkatnya kepemilikan oleh *institutional investors* akan mengurangi *insiders ownership* dan menggantikan peranan hutang dalam mengurangi *agency problem*, sehingga akan meminimalkan *agency cost*.

Penelitian yang dilakukan oleh Homaifar, et al. (1994) melanjutkan penelitian oleh Bradley, Jarrell & Kim (BJK, 1984) serta Titman dan Wessels (TW, 1988) melalui 2 (dua) cara yaitu : (1) memperluas model struktur modal dengan memasukkan suatu wakil untuk *corporate tax rate* yang mengabaikan model dari BJK (1984) & TW (1988) serta (2) merumuskan persamaan dalam jangka panjang dan jangka pendek yang berlangsung secara terus-menerus seperti pada penelitian terdahulu. Dengan menggunakan 7 (tujuh) variabel independen (*corporate tax rate, non-debt tax shield ratio, firm size, future growth opportunity, capital market conditions, inflation rate* dan *earning volatility*) yang mempengaruhi variabel *firm's leverage ratio* dan diolah dengan menggunakan *autoregressive distributed lag model* (ADL), maka penelitian ini menemukan bahwa dalam jangka panjang, rasio hutang perusahaan berhubungan positif dan signifikan terhadap *corporate tax rate* dan *firm size* tetapi tidak signifikan terhadap *non-debt tax shield ratio*. Selain itu rasio hutang perusahaan dalam jangka panjang juga berhubungan negatif dan signifikan terhadap *future growth opportunity, capital market conditions, inflation rate* dan *earning volatility*. Sedangkan dalam jangka pendek, rasio hutang perusahaan berhubungan negatif terhadap *corporate tax rate* dan *non-debt tax shield ratio*.

Penelitian yang dilakukan oleh Noronha, et al. (1996) mencoba membahas *agency theory* dengan menitikberatkan pada rasionalitas pengawasan dividen dan interaksi antara keputusan dividen dan struktur modal. Periode penelitian adalah 3

(tiga) tahun, yaitu tahun 1986 hingga tahun 1988. Hasil penelitian ini menemukan bahwa pada kondisi *low growth* dan *no blockholder dividend* merupakan mekanisme yang relevan untuk mengurangi *agency problem*. Dengan demikian, akan terjadi interaksi di antara keputusan dividen dan keputusan struktur modal. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tidak dalam semua kondisi, dividen itu relevan untuk meminimalkan *agency problem*.

Penelitian yang dilakukan oleh Holder, et al. (1998) berusaha untuk meneliti hubungan antara keputusan kebijakan dividen dan keputusan investasi dengan cara meneliti interaksi *non-investor stakeholders* (*customers, employees, suppliers, distributors* dan perusahaan penyedia barang dan jasa tambahan lain) terhadap keputusan investasi dan pendanaan. Dengan menggunakan 7 (tujuh) variabel independen (*focus of firm, sales, insider ownership, common shareholders, free cash flow, sales growth* dan *standard deviation of monthly returns*) yang berpengaruh terhadap DPR (*dividend pay-out ratio*) dan diolah dengan OLS maka penelitian ini menemukan bahwa kebijakan pendanaan perusahaan terkadang meliputi pertimbangan dampak dari kebijakan investasi perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Moh'd, et al. (1998) menggunakan 12 (dua belas) faktor yang mempengaruhi *debt ratio* perusahaan. Faktor-faktor tersebut terdiri dari struktur kepemilikan (*ownership structure*) yang meliputi *percent insiders ownership, percent shareholders dispersion* dan *percent institutional investors* serta beberapa faktor lainnya seperti : *dividend payments, firm growth, firm size, asset structure, asset risk, firm profitability, tax rate, non-debt tax shields* dan *uniqueness of the firm*. Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 311 perusahaan *manufacturing* yang telah terdaftar pada CRDP *Dally Master File* dan *Value Line Investment Survey* dari periode tahun 1972 hingga 1989. Data tersebut diperoleh dari *Compustat Industrial File*. Melalui pengujian secara terpisah dengan menggunakan analisis *time-series*, analisis *cross-sectional* dan analisis *time-series cross-sectional* diperoleh hasil yang sama, yaitu struktur kepemilikan dan beberapa *control variables* lainnya mempunyai pengaruh yang signifikan secara bersama-sama terhadap *debt ratio* perusahaan. Interpretasi hasil dalam penelitian ini sudah bersih dari gejala multikolinieritas, namun masih mengandung gejala autokorelasi dan heteroskedastisitas. Pengujian secara parsial menunjukkan bahwa struktur kepemilikan berhubungan negatif dan berpengaruh secara signifikan terhadap *debt*

ratio perusahaan. Faktor-faktor seperti : *dividend payments*, *firm growth*, *asset risk* (*intrinsik business risk*), *firm profitability* dan *uniqueness of the firm* berhubungan negatif dan berpengaruh signifikan terhadap *debt ratio* perusahaan. Sedangkan faktor-faktor lainnya seperti : *firm size*, *asset structure*, *asset risk* (*operating leverage risk*), *tax rate* dan *non-debt tax shield* berpengaruh signifikan dan berhubungan positif dengan *debt ratio* perusahaan. Penelitian ini membuktikan bahwa *institutional investors* efektif dalam melakukan *monitoring* terhadap perilaku para manajer sehingga perusahaan cenderung menurunkan *debt ratio*-nya dan meningkatkan *insiders ownership* sehingga dapat mengurangi peranan hutang dalam mengurangi *agency conflict*.

Penelitian yang dilakukan oleh Chen dan Steiner (1999) berusaha menjelaskan bagaimana *managerial ownership* berhubungan dengan pengambilan resiko, kebijakan hutang dan kebijakan dividen. Dengan menggunakan variabel endogenous (*managerial ownership*, *total risk*, *debt* dan *dividend*) serta variabel eksogenous (*institutional investors*, *operating leverage*, *R & D*, *ROA*, *growth*, *firm diversification*, *fixed assets*, *capital expenditure*, *firm size*, *equity value* dan *firm owned by 5 % blockholders*) dan diolah dengan menggunakan *two stage least square non linear simultaneous regressions analysis*, maka penelitian ini menemukan bahwa *managerial ownership* membantu mengatasi *agency conflict* antara *stockholders* dengan *bondholders*.

Penelitian tentang *agency theory* di Indonesia, antara lain dilakukan oleh Setyawan (1999) membahas : **pertama**, tentang simultanitas keputusan dividen dan struktur modal dan **kedua**, tentang berbagai faktor yang mempengaruhi simultanitas keputusan dividen dan struktur modal. Atas dasar penelitian Noronha, et al. (1996), maka perusahaan dikelompokkan ke dalam 4 (empat) karakteristik, yaitu : *low growth*, *no low growth*, *blockholder* dan *no blockholder*. Perusahaan termasuk kelompok *low growth* jika *price book value* berada di bawah rata-rata sampel dan demikian juga sebaliknya. Jika jumlah prosentase kepemilikan saham eksternal (individu dan perusahaan luar) lebih besar daripada prosentase kepemilikan saham internal (direktur dan komisaris) maka perusahaan termasuk dalam kategori *blockholder*, demikian juga sebaliknya. Periode penelitian adalah 5 (lima) tahun, yaitu tahun 1991 hingga tahun 1995. Dengan menggunakan model persamaan simultan : *two stage least square* untuk hipotesis pertama, ditemukan bahwa,

simultanitas keputusan dividen dan struktur modal hanya terjadi pada perusahaan dengan karakter *low growth* dan *no blockholder*. Namun demikian tidak ditemukan adanya hubungan timbal balik antara dividen dan struktur modal sebagaimana ditemukan oleh Noronha, et al. (1996). Sedangkan hasil pengujian hipotesis ke-dua dengan memakai model persamaan regresi berganda : *ordinary least square*, ditemukan bahwa untuk perusahaan yang tergolong *no low growth* dan *blockholder*, faktor yang paling dominan mempengaruhi simultanitas dividen dan struktur modal adalah *earning volatility*. Sedangkan pada perusahaan dengan karakter *low growth* dan *no blockholder*, faktor yang paling berpengaruh terhadap simultanitas dividen dan struktur modal adalah *non debt tax shield*.

Penelitian yang dilakukan oleh Ang, et al. (2000) berusaha untuk mengukur tingkat absolut dan relatif *agency costs of equity* perusahaan di bawah struktur manajemen dan kepemilikan yang berbeda. Dengan menggunakan *multivariate regressions* maka penelitian ini menemukan bahwa *agency cost* meningkat seiring dengan jumlah *non-managers shareholders* dan menurun dengan adanya tingkat pengawasan bank yang lebih intensif.

Secara singkat penelitian-penelitian terdahulu mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *debt ratio* dalam kaitannya dengan *agency theory*, dapat dilihat pada Tabel 2.1 sebagai berikut :

Tabel 2.1
Ringkasan Penelitian-Penelitian Terdahulu

No	Tahun	Peneliti	Tujuan Penelitian	Variabel	Indikator	Model Analisis	Hasil Penelitian
1.	1987	▪ Agrawal A. ▪ G. Mandelker	▪ Menguji hubungan antara saham	▪ Financing decisions (DER)	▪ <i>shares held by insider</i> ▪ <i>variance return</i>	Multivariate regression	▪ Jumlah saham yang dipegang oleh insider pada

			<p>dengan opsi yang dipegang oleh manajer dan karakteristik dari keputusan investasi perusahaan, khususnya perubahan-perubahan dalam variabilitas ROA perusahaan</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Menguji hubungan antara saham yang dipegang oleh manajer dan <i>financing decisions</i> seperti perubahan dalam DER 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Investment decisions (ROA) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>shares held by insider</i> ▪ <i>variance return</i> 		<p>perusahaan yang <i>variance return</i>-nya meningkat lebih besar dari pada perusahaan dengan <i>variance return</i> yang menurun.</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Menemukan hubungan positif antara saham yang dimiliki oleh <i>insider</i> dengan <i>debt ratio</i>.
2.	1988	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Irwin Friend ▪ Larry H.P. Lang 	<p>Menguji apakah keputusan modal setidaknya dimotivasi oleh <i>managerial self interest</i>.</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Debt / asset ratio ▪ Fixed assets ratio ▪ Risk ▪ Size ▪ Market value of equity held by dominant managerial insider ▪ Fraction of equity held by dominant managerial insider ▪ Fraction of equity held by dominant non managerial stockholder 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>short term debt</i> ▪ <i>credit</i> ▪ <i>plant</i> ▪ <i>equipment</i> ▪ <i>book assets</i> ▪ <i>earnings before interest payments and taxes</i> ▪ <i>asset ratio</i> ▪ <i>total assets</i> ▪ <i>equity held by dominant managerial insider</i> ▪ <i>equity held by dominant managerial insider</i> ▪ <i>equity held by dominant non managerial stockholder</i> 	Multivariate regression	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Menemukan hubungan positif antara <i>size</i> & <i>debt ratio</i>. ▪ Menemukan hubungan negatif antara <i>debt ratio</i> dengan profitabilitas & kepemilikan saham manajerial. ▪ Menunjukkan bahwa tingkat hutang perusahaan akan turun jika tingkat kepemilikan saham oleh manajemen meningkat. ▪ Menggambarkan bahwa resiko yang tidak terdiversifikasi / <i>non diversifiable risk</i> dari hutang lebih besar bagi manajemen daripada investor publik untuk menjaga tingkat hutang agar tetap rendah.
3.	1988	<ul style="list-style-type: none"> ▪ S. Titman ▪ R. Wessels 	<p>Menganalisis kekuatan penjelas teori struktur modal optimal terbaru</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Debt ratio ▪ Collateral value of assets / assets structure 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>debt</i> ▪ <i>total assets</i> ▪ <i>market value of equity</i> ▪ <i>book value of debt</i> ▪ <i>preferred stock</i> ▪ <i>intangible assets</i> ▪ <i>total assets</i> ▪ <i>inventory</i> ▪ <i>gross plant</i> ▪ <i>equipment</i> 	Factor analytic technique by correlation matrix.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Tingkat hutang berhubungan negatif dengan <i>uniqueness</i> jaringan bisnis perusahaan. ▪ Biaya transaksi menjadi faktor yang berpengaruh penting atas pilihan struktur modal. ▪ Rasio hutang jangka

				<ul style="list-style-type: none"> Non-debt tax shields 	<ul style="list-style-type: none"> investment tax credit total assets depreciation direct estimate of non-debt tax shields income tax payments operating income interest payments corporate tax rate 		pendek berhubungan negatif terhadap <i>firm size</i> .
				<ul style="list-style-type: none"> Growth 	<ul style="list-style-type: none"> capital expenditures total assets R & D expenditures sales 		
				<ul style="list-style-type: none"> Uniqueness 	<ul style="list-style-type: none"> R & D expenditures sales selling expenses quit rates 		
				<ul style="list-style-type: none"> Industry classification 	<ul style="list-style-type: none"> machine & equipment debt 		
				<ul style="list-style-type: none"> Size 	<ul style="list-style-type: none"> sales quit rates 		
				<ul style="list-style-type: none"> Volatility 	<ul style="list-style-type: none"> operating income 		
				<ul style="list-style-type: none"> Profitability 	<ul style="list-style-type: none"> operating income sales total assets 		
4.	1992	<ul style="list-style-type: none"> Jensen M. G.D. Solberg T. Zorn 	Menguji hubungan antara <i>insiders ownership, debt</i> dan <i>dividend policies</i>	<ul style="list-style-type: none"> Debt 	<ul style="list-style-type: none"> insider (share held by insiders) dividend (dividend & operating income) business risk (operating income & total assets) profitability (operating income & total assets) R & D (R & D expenses & total assets) fixed assets (fixed assets & total assets) 	Cross sectional three stage least square regressions	<ul style="list-style-type: none"> Menemukan adanya hubungan positif antara persentase saham yang dimiliki oleh <i>insider</i> dengan <i>debt ratio</i>. Menemukan bahwa kebijakan <i>insider ownership, debt</i> dan <i>dividend</i> yang dikaitkan dengan karakteristik perusahaan mempunyai hubungan yang interdependensi.
				<ul style="list-style-type: none"> Dividend 	<ul style="list-style-type: none"> insider debt business risk profitability growth (sales) investment (expenditure for plant, equipment and R & D) 		
				<ul style="list-style-type: none"> Insider 	<ul style="list-style-type: none"> debt dividend business risk size (total assets) divisions (divisions operated) R & D 		
5.	1992	<ul style="list-style-type: none"> Mehran M. 	Meneliti hubungan antara struktur modal perusahaan dengan : <ul style="list-style-type: none"> executive 	<ul style="list-style-type: none"> Leverage 	<ul style="list-style-type: none"> long term debt book value of assets 	Cross sectional ordinary least square regression	<ul style="list-style-type: none"> Menemukan adanya hubungan positif antara rasio <i>leverage</i> perusahaan dengan persentase saham
				<ul style="list-style-type: none"> Option CEO 	<ul style="list-style-type: none"> CEO's total compensation option 		

			<ul style="list-style-type: none"> incentive plans managerial equity investment monitoring by the board of directors and major shareholders 	<ul style="list-style-type: none"> Option TOP Option All Equity CEO Equity Top Equity All Board Individual largest Institution largest Corporation largest Growth opportunities Collateral value of assets Business risk 	<ul style="list-style-type: none"> top executives' total compensation option all officers and directors' total compensation option shares owned by CEO shares owned by top executives shares owned by all officers and directors outside board members shares owned by the largest individual shareholders shares owned by the largest institutional investor shares owned the largest corporation R & D expenditures sales inventory gross plant equipment operating income 		<p>yang dimiliki oleh insider dan individual investor.</p> <ul style="list-style-type: none"> Menemukan bahwa perusahaan-perusahaan dengan investment banker pada dewan direksi yang lebih banyak, mempunyai rasio jumlah hutang jangka panjang yang lebih besar.
6.	1994	<ul style="list-style-type: none"> C.T. Bathala K.P. Moon R.P. Rao 	Meneliti pengaruh institutional ownership terhadap debt policy & managerial ownership perusahaan.	<ul style="list-style-type: none"> Debt ratio Managerial stock ownership 	<ul style="list-style-type: none"> earning volatility non-debt tax shields expenditures in non tangible assets asset growth institutional ownership managerial stock ownership stock return volatility expenditures in non tangible assets asset growth firm size institutional ownership debt ratio 	Two stage least square simultaneous equation regressions	<ul style="list-style-type: none"> Menemukan bahwa penggunaan hutang & managerial ownership berhubungan negatif dengan institutional investor.
7.	1994	<ul style="list-style-type: none"> G. Homaifar Joachim Zietz Omar Benkato 	Melanjutkan penelitian oleh Bradley, Jarrel & Kim (BJK, 1984) serta Titman & Wessels (TW, 1988), melalui dua cara, yaitu : <ul style="list-style-type: none"> Memperluas model struktur modal dengan memasukkan suatu wakil untuk corporate tax rate dengan mengabaikan model dari BJK (1984) & TW (1988) 	<ul style="list-style-type: none"> Firm's leverage Corporate tax rate Non debt tax shelter ratio Firm size Future growth opportunity 	<ul style="list-style-type: none"> long term debt market value of equity book value of debt book value of preferred stock tax payments statutory tax rate interest expenses cash flow before tax depreciation investment tax credit tax loss total assets book value of equity present value of tangible & intangible assets 	Autoregressive distributed lag model	<ul style="list-style-type: none"> Menemukan bahwa dalam jangka panjang, rasio hutang perusahaan berhubungan : Positif & signifikan terhadap corporate tax rate, firm size, future growth opportunity, capital market condition, inflation rate dan earning volatility. Positif tetapi tidak signifikan terhadap nondebt tax shelter ratio. Menemukan bahwa dalam jangka panjang, rasio hutang perusahaan berhubungan :

			<ul style="list-style-type: none"> Merumuskan suatu perkiraan persamaan dalam jangka panjang dan jangka pendek yang berlangsung terus menerus seperti pada penelitian terdahulu 	<ul style="list-style-type: none"> Capital market conditions Inflation rate Earnings volatility 	<ul style="list-style-type: none"> stock price closing stock price consumer price index operating income before depreciation total assets 		pendek, rasio hutang perusahaan berhubungan negatif terhadap <i>corporate tax ratio</i> & <i>non debt tax shelter ratio</i> .
8.	1996	<ul style="list-style-type: none"> G.M. Noronha D.K. Shome G.E. Morgan 	Membahas <i>agency theory</i> dengan menitikberatkan pada rasionalitas pengawasan dividen dan interaksi antara keputusan dividen dan struktur modal.	<ul style="list-style-type: none"> DPR (Dividend Pay-out Ratio) DER (Debt to Equity Ratio) 	<ul style="list-style-type: none"> insider holding natural log of number of shareholders varians return natural log of total asset growth earning volatility non debt tax rate 	Two stage least square simultaneous equation regressions	<ul style="list-style-type: none"> Menemukan bahwa pada kondisi <i>low growth</i> dan <i>no blockholder dividend</i> merupakan mekanisme yang relevan untuk mengurangi <i>agency problem</i>. Menemukan bahwa tidak dalam semua kondisi, dividen itu relevan untuk meminimalkan <i>agency problem</i>.
9.	1998	<ul style="list-style-type: none"> Mark E. Holder Frederick W.L. J. Lawrence H. 	Meneliti hubungan antara keputusan kebijakan dividen dan keputusan investasi.	<ul style="list-style-type: none"> Dividend pay-out ratio Focus of firm Sales Insider ownership Common shareholders Free cash flow Sales growth SD of monthly returns 	<ul style="list-style-type: none"> dividend payments business lines sales for business lines total sales sales of firm shares held by insider ownership shares held by common shareholders net income depreciation interest expenses capital expenses total assets sales returns 	Pooled cross sectional regression equation	<ul style="list-style-type: none"> Menemukan adanya hubungan positif secara signifikan antara <i>corporate focus</i> dengan <i>dividend pay-out ratio</i>. Menemukan adanya hubungan antara keputusan kebijakan dividen dengan keputusan investasi. Terkadang kebijakan pendanaan perusahaan perlu terlebih dahulu mempertimbangkan dampak dari kebijakan investasi perusahaan.
10.	1998	<ul style="list-style-type: none"> M.A. Moh'd Larry G. Perry J.N. Rimbey 	Menjelaskan pengaruh <i>agency theory</i> dan konsentrasi <i>ownership</i> dalam struktur modal perusahaan	<ul style="list-style-type: none"> Debt Insider ownership Institutional investors Shareholders Dividend Growth opportunities Firm size Asset structure 	<ul style="list-style-type: none"> long term debt market value equity shares held by insider ownership shares held by institutional investors number of shareholders dividend pay out ratio sales sales inventory gross plant equipment total assets 	Time series cross sectional ordinary least square regression equation	<ul style="list-style-type: none"> Menemukan bahwa distribusi kepemilikan ekuitas, penting dalam menerangkan struktur modal secara keseluruhan Pengujian secara parsial menunjukkan bahwa struktur kepemilikan, <i>dividend payments</i>, <i>firm growth</i>, <i>business risk</i>, <i>profitability</i> dan <i>uniqueness</i> berpengaruh negatif secara signifikan

				<ul style="list-style-type: none"> Business risk Operating leverage risk Profitability Tax rate Non-debt tax shield Uniqueness 	<ul style="list-style-type: none"> systematic risk (β) corporate income tax rate risk adjusted present value of total fixed cost market value of common equity market value of risky debt systematic risk (β) corporate income tax rate risk adjusted present value of total fixed cost market value of common equity market value of risky debt operating income total assets taxes paid pre-tax income depreciation investment tax credit tax loss carry forward total assets advertising expenses R & D expenses sales 		<ul style="list-style-type: none"> terhadap debt ratio Pengujian secara parsial juga menunjukkan bahwa debt ratio berhubungan positif secara signifikan dengan size, asset structure, operating leverage risk, tax rate dan non debt tax shield Menemukan bahwa institutional investors efektif dalam melakukan monitoring terhadap perilaku para manajer sehingga perusahaan cenderung menurunkan debt ratio-nya dan meningkatkan insiders ownership sehingga dapat mengurangi peranan hutang dalam mengurangi agency cost.
11.	1999	<ul style="list-style-type: none"> C.R. Chen T.L. Steiner 	Menjelaskan bagaimana kepemilikan oleh manajerial berhubungan dengan pengambilan resiko, kebijakan hutang dan kebijakan dividen	<ul style="list-style-type: none"> Manajerial ownership Total risk Debt Dividend Endogenous Managerial ownership 	<ul style="list-style-type: none"> total risk debt dividend equity value R & D 5 % owned institutional investor managerial ownership debt dividend size R & D operating leverage firm diversification total risk managerial ownership dividend fixed assets return on asset R & D total risk managerial ownership debt capital expenditure return on asset growth officer & director ownership total shares outstanding 	Non linear two stage least square simultaneous equation regression analysis	<ul style="list-style-type: none"> Menemukan bahwa managerial ownership membantu memecahkan agency conflict antara stockholders dengan bondholders Resiko menjadi faktor yang berpengaruh positif terhadap managerial ownership manakala managerial ownership juga berpengaruh positif terhadap tingkat resiko Perusahaan cenderung mengganti kekuatan pengawasan alternatif dalam menurunkan agency cost

				<ul style="list-style-type: none"> ▪ Total risk ▪ Debt ▪ Dividend ▪ <u>Exogenous</u> ▪ Institutional investors ▪ 5 % owned ▪ Operating leverage ▪ R & D ▪ Return on asset ▪ Growth ▪ Firm diversification ▪ Fixed asset ▪ Size ▪ Equity value 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>market returns</i> ▪ <i>long term debt</i> ▪ <i>market value of equity</i> ▪ <i>dividend divided</i> ▪ <i>operating income</i> ▪ <i>shares held by institutional investors</i> ▪ <i>5% blockholders shares</i> ▪ <i>depreciation expenses</i> ▪ <i>total assets</i> ▪ <i>R & D expenses</i> ▪ <i>total assets</i> ▪ <i>net income</i> ▪ <i>total asset</i> ▪ <i>sales</i> ▪ <i>concentric diversification index</i> ▪ <i>property</i> ▪ <i>plant</i> ▪ <i>equipment</i> ▪ <i>total asset</i> ▪ <i>total asset</i> ▪ <i>equity</i> 		
12.	1999	<ul style="list-style-type: none"> ▪ James S. Ang ▪ Rebel A Cole ▪ James Wuh Lin 	Mengukur tingkat absolut dan relatif biaya-biaya <i>agency</i> ekuitas perusahaan, di bawah struktur manajemen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ownership ▪ External monitoring ▪ Control variable 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>manager owner</i> ▪ <i>family owner</i> ▪ <i>primary owner</i> ▪ <i>non manager stockholder</i> ▪ <i>banking relationship</i> ▪ <i>debt</i> ▪ <i>asset</i> ▪ <i>dummies</i> ▪ <i>annual sales</i> ▪ <i>firm age</i> 	Multivariate regression	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Menemukan bahwa <i>agency cost</i> : ▪ Secara signifikan meningkat pada saat <i>outsider</i> mengelola perusahaan daripada ketika <i>insider</i> mengelola perusahaan ▪ Berhubungan terbalik dengan kepemilikan saham oleh manajerial ▪ Meningkat seiring dengan jumlah <i>non managers shareholders</i> ▪ Menurun akibat adanya pengawasan bank yang lebih intensif.
13.	1999	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Setyawan I.R. 	Membahas tentang : <ul style="list-style-type: none"> ▪ Simultanitas keputusan dividen dan struktur modal ▪ Berbagai faktor 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Dividend pay out ratio ▪ Equity ratio 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>equity ratio</i> ▪ <i>shareholders</i> ▪ <i>insider holding</i> ▪ <i>dividend pay out ratio</i> ▪ <i>earning volatility</i> ▪ <i>non-debt tax shield</i> 	Two stage least square equation regression	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Menemukan bahwa simultanitas keputusan dividen & struktur modal hanya terjadi pada perusahaan dengan karakteristik <i>low</i>

			yang mempengaruhi simultanitas keputusan dividen dan struktur modal				<i>growth dan no blockholder</i> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Menemukan tidak terjadi hubungan timbal balik antara dividen & struktur modal ▪ Menemukan bahwa faktor yang paling berpengaruh terhadap simultanitas keputusan dividen & struktur modal pada perusahaan dengan karakteristik <i>low growth dan no blockholder</i>.
--	--	--	---	--	--	--	--

sumber : berbagai jurnal dan tesis

Berbeda dengan penelitian yang terdahulu, penelitian ini dilakukan khusus pada kelompok perusahaan manufaktur dari tahun 1997 – 1999. Pada penelitian ini penentuan variabel-variabel independen didasarkan pada model yang dikemukakan oleh Moh'd, et al. (1998) serta Titman dan Wessel (1988) tanpa menggunakan variabel *non-debt tax shield* dan *uniqueness* serta tidak mengindikasikan adanya variabel kontrol. Dan penelitian ini juga merupakan kombinasi dari penelitian-penelitian terdahulu. Variabel-variabel independen tersebut adalah *insider ownership*, *Institutional investors*, *shareholders dispersion*, *dividend payments*, *firm growth*, *firm size*, *asset structure*, *firm profitability* dan *tax rate* yang diharapkan dapat menjelaskan variasi *debt ratio*. Begitu pula penggunaan transformasi *natural log* dalam model yang dipakai untuk menganalisis pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dalam penelitian ini, yang diharapkan dapat memberikan hasil statistik yang lebih baik dan dapat dipercaya.

2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis dan Hipotesis

2.3.1 Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasarkan telaah pustaka yang dikembangkan di atas, di mana sesuai model yang dikemukakan oleh Bathala, et al. (1998) serta Titman dan Wessel (1988) mengenai kemungkinan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *debt ratio*, maka faktor-faktor tersebut seperti *institutional investors*, *shareholders dispersion*, *dividend payments*, *firm growth*, *firm size*, *asset structure*, *firm profitability* dan *tax rate* diharapkan dapat menjelaskan variasi *debt ratio*.

2.3.1.1 Hubungan *Insider Ownership* dengan *Debt Ratio*

Hasil studi Friend dan Lang (1988) dan Hasbrouk (1988) konsisten dengan hasil penelitian Jensen, et al. (1992) dan Moh'd, et al. (1998) yaitu tingkat hutang di dalam struktur modal mempunyai hubungan negatif dengan *insiders ownership*. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang akan semakin berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajer dalam perusahaan. Konsisten dengan teori yang dikemukakan oleh Easterbrook (1984) dan Saunders, et al. (1990) bahwa jika struktur kepemilikan saham oleh manajemen tinggi, maka manajer akan menjadi *risk averter*. Dalam konteks ini, dengan meningkatnya kepemilikan oleh *insiders*, akan menyebabkan *insiders* semakin hati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku yang bersifat oportunistik, karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya, sehingga mereka cenderung menggunakan hutang yang rendah.

Dengan demikian, meningkatnya *insiders ownership* dapat mensejajarkan kepentingan para manajer dengan kepentingan para *outside shareholders* dan mengurangi peranan hutang sebagai salah satu alat untuk mengurangi *agency conflict*.

2.3.1.2 Hubungan *Institutional Investors* dengan *Debt Ratio*

Shleifer dan Vishny (1986) menyatakan bahwa pemegang saham besar (*large shareholders*) berperan penting dalam memonitor perilaku manajer dalam perusahaan. Menurut Shleifer dan Vishny (1986), dengan adanya konsentrasi kepemilikan, maka para pemegang saham besar seperti *institutional investors* akan dapat memonitor tim manajemen secara lebih efektif, serta dapat meningkatkan nilai perusahaan jika terjadi *takeover*. Meningkatnya kepemilikan saham oleh *institutional investor* juga dapat mengimbangi kebutuhan terhadap penggunaan hutang. Dengan demikian, kehadiran *institutional investors* di dalam perusahaan akan berhubungan negatif dengan rasio hutang perusahaan. Senada dengan Shleifer dan Vishny (1986), hasil studi Moh'd, et al. (1998) menemukan bahwa *institutional shareholders* mempunyai hubungan yang signifikan dan negatif terhadap *debt ratio*. Hal ini konsisten dengan Grief dan Zychowicz (1994) yang menyatakan bahwa *institutional investors* dapat menggantikan peranan hutang dalam memonitor manajer dalam perusahaan. Dengan demikian, semakin besar prosentase saham yang dimiliki oleh

institutional investors akan menyebabkan usaha *monitoring* menjadi semakin efektif, karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik yang dilakukan oleh para manajer dan memaksa manajer untuk mengurangi tingkat hutang secara optimal, sehingga akan mengurangi *agency cost* (Bathala, et al. 1994).

2.3.1.3 Hubungan *Shareholders Dispersion* dengan *Debt Ratio*

Berdasarkan kerangka *agency theory* dari Jensen dan Meckling (1976), jika jumlah pemegang saham semakin menyebar, maka konsentrasi kepemilikan akan terpecah dalam prosentase yang kecil. Hal ini menyebabkan *power* para pemegang saham untuk mengontrol tindakan manajer menjadi rendah. Untuk itu, perusahaan perlu meningkatkan hutang guna mendisiplinkan tindakan manajer dalam perusahaan. Pendapat yang berbeda dikemukakan oleh Rozeff (1982), yang menyatakan bahwa semakin besar jumlah pemegang saham, maka semakin menyebar kepemilikan, sehingga ada kecenderungan berhubungan negatif dan tidak signifikan dengan *debt ratio*. Sedangkan hasil studi Moh'd, et al. (1998) menemukan bahwa jumlah *shareholders dispersion* mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan dengan *debt ratio*. Hal ini mendukung pernyataan bahwa pemegang saham yang menyebar (*diffused shareholders*) mempunyai sedikit pengaruh terhadap posisi manajemen yang konservatif dalam penggunaan hutang (Easterbrook, 1984).

2.3.1.4 Hubungan *Dividend payments* dengan *Debt Ratio*

Di dalam penelitian tentang *agency cost* dan perilaku pembayaran dividen perusahaan, Rozeff (1982) menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah suatu bagian dari *monitoring* perusahaan. Dalam kondisi demikian perusahaan cenderung untuk membayar dividen lebih besar jika *insiders* memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada para pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer (*manager's power*) dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru. Jensen, et al. (1992) menyatakan bahwa pembayaran dividen muncul sebagai pengganti hutang di dalam struktur modal untuk mengawasi perilaku manajer. Dalam konteks ini, perusahaan yang mempunyai *dividend pay-out ratio* lebih tinggi menyukai pendanaan dengan

modal sendiri, sehingga mengurangi *agency cost*. Di samping itu, pembayaran dividen dapat dilakukan setelah kewajiban terhadap pembayaran bunga dan cicilan hutang dipenuhi. Adanya kewajiban tersebut, akan membuat manajer semakin hati-hati dan efisien dalam menggunakan hutang. Hasil studi Moh'd, et al. (1998), Jensen, et al. (1992) menemukan bahwa *dividend payments* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap *debt ratio*.

2.3.1.5 Hubungan *Firm Growth* dengan *Debt Ratio*

Brigham dan Gapenski (1996) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber eksternal yang besar. Biasanya biaya emisi saham akan lebih besar daripada biaya penerbitan surat hutang. Dengan demikian, perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang, sehingga ada hubungan positif antara *firm growth* dengan *debt ratio*. Sedangkan Myers (1977) menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai investasi yang lebih besar di dalam *intangible asset* cenderung menggunakan sedikit hutang di dalam struktur modal mereka, untuk mengurangi *agency cost* yang dihubungkan dengan resiko hutang. Hasil studi Moh'd, et al. (1998), Myers (1977) dan Homaifar, et al. (1994) menemukan bahwa *firm growth* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap *debt ratio*. Munculnya perbedaan pendapat tersebut, terutama disebabkan karena sudut pandang yang berlainan. Brigham dan Gapenski (1996), menekankan dari sudut pendanaan yang lebih murah atau biaya yang lebih rendah. Bila dipandang dari sudut sumber pendanaan dengan biaya yang lebih murah, maka terdapat kecenderungan, pendapat tersebut lebih tepat digunakan karena salah satu pertimbangan dalam pemilihan struktur pendanaan adalah faktor biaya modal yang lebih rendah sehingga diharapkan menghasilkan total biaya modal yang lebih kecil. Sedangkan pendapat lainnya menekankan pada *agency cost*, di mana dengan penggunaan hutang yang lebih rendah maka perusahaan dapat memperkecil biaya kebangkrutan yang merupakan salah satu bentuk dari *agency cost*.

2.3.1.6 Hubungan *Firm Size* dengan *Debt Ratio*

Perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses pasar modal. Kemudahan untuk mengakses pasar modal mempunyai arti bahwa perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana. Banyak penelitian yang menyatakan bahwa kebijakan hutang perusahaan dipengaruhi oleh ukuran perusahaan, dan menyatakan terdapat hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan *debt ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan cenderung untuk meningkatkan hutangnya atas ekspansi perusahaan. Hasil studi Moh'd, et al. (1998) dan Homaifar, et al. (1994) menemukan bahwa *firm size* mempunyai hubungan positif dan signifikan terhadap *debt ratio*.

2.3.1.7 Hubungan *Asset Structure* dengan *Debt Ratio*

Variabel ini berhubungan dengan jumlah aset yang dapat dijadikan jaminan (*collateral value of assets*). Perusahaan dengan struktur aktiva yang fleksibel cenderung menggunakan hutang yang lebih besar daripada perusahaan yang struktur aktivanya tidak fleksibel. Investor akan lebih mudah memberikan pinjaman jika disertai dengan jaminan. Jika perusahaan menggunakan hutang dengan jaminan maka akan mengurangi resiko kebangkrutan perusahaan. Penelitian oleh Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa komposisi *collateral value of assets* perusahaan mempengaruhi sumber pembiayaannya. Seorang investor akan lebih mudah memberikan pinjaman bila disertai dengan jaminan yang ada. Di sisi lain, jika perusahaan menggunakan hutang yang disertai dengan jaminan maka akan mengurangi resiko kebangkrutan perusahaan. Menurut Brigham dan Gapenski (1996), secara umum, perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang, akan lebih mudah mendapatkan hutang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap hutang. Dengan demikian, perusahaan yang memiliki jumlah aktiva tetap yang mudah untuk dijual akan menggunakan hutang dalam proporsi yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang aktiva tak berwujud dalam jumlah besar meskipun memiliki kesempatan untuk tumbuh lebih baik. Ini lebih mudah dipahami karena sulit untuk memperkirakan kinerja perusahaan yang misalnya hanya memiliki *goodwill*, sementara tidak didukung oleh aktiva berwujud yang cukup. Oleh karena itu, ada hubungan positif antara tingkat hutang dengan *collateral value of assets*. Hal ini sesuai dengan pernyataan bahwa *tangible assets* menurunkan *agency*

cost dari hutang (Myers, 1977) dan *pecking orders hypothesis* (Myers, 1984). Hasil studi Moh'd, et al. (1998) menemukan *asset structure* mempunyai hubungan positif dan signifikan dengan *debt ratio*.

2.3.1.8 Hubungan *Firm Profitability* dengan *Debt Ratio*

Variabel ini menggambarkan pendapatan untuk membiayai investasi. Profitabilitas menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor. Myers (1984) menyatakan bahwa manajer mempunyai *pecking order* di dalam menahan laba sebagai pilihan pertama, diikuti oleh pembiayaan dengan hutang (*debt financing*), kemudian *equity*. Dengan demikian terdapat hubungan negatif antara profitabilitas dan *debt ratio*. Hasil studi Moh'd, et al. (1998), Myers (1984) dan Jensen, et al. (1992) menemukan bahwa *firm profitability* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap *debt ratio*.

2.3.1.9 Hubungan *Tax Rate* dengan *Debt Ratio*

Dengan adanya pajak, penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan, karena adanya pengurangan pajak akibat pembayaran bunga hutang (Brigham dan Gapenski, 1996). Dengan demikian, untuk meningkatkan nilai perusahaan, maka perusahaan seharusnya menggunakan proporsi hutang yang lebih besar. Kemudian dengan memasukkan unsur biaya kebangkrutan dan *agency cost*, maka dengan semakin besarnya penggunaan hutang, nilai perusahaan akan meningkat. Tetapi setelah mencapai titik tertentu, kenaikan keuntungan dari penggunaan hutang akan lebih kecil daripada kenaikan biaya kebangkrutan dan *agency cost*, sehingga nilai perusahaan akan turun. Dengan demikian, terdapat hubungan negatif antara *tax rate* dengan *debt ratio*. Hasil studi Moh'd, et al. (1998), De'Angelo dan Masulis (1980) serta Homaifar, et al. (1994) menemukan bahwa *tax rate* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan positif terhadap *debt ratio*.

Apa yang telah dijelaskan di atas mengenai hubungan antar variabel-variabel yang mempengaruhi *debt ratio* bisa jadi tidak sesuai dengan teori / hipotesis yang akan diajukan. Hasil yang tidak sesuai dengan teori / hipotesis yang akan diajukan terutama arah hubungan dari beberapa variabel mungkin disebabkan oleh :

1. Perubahan Selera Pasar

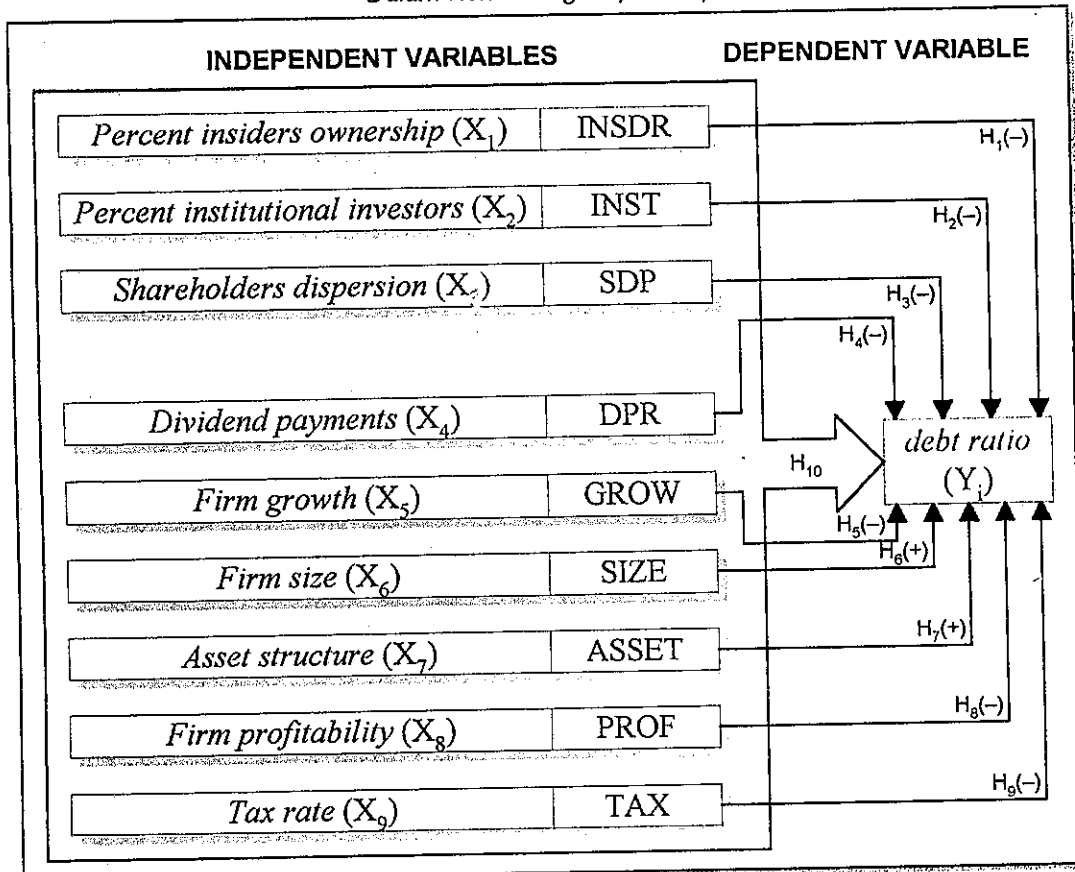
Perubahan selera pasar maupun kondisi dan situasi di pasar modal ini selalu berubah sewaktu-waktu, seringkali cepat dan perubahannya drastis di mana masing-masing model yang dikembangkan untuk periode waktu yang berbeda dengan sampel dan metode yang sama, memberikan hasil yang berbeda.

2. Akibat Inefisiensi Pasar Modal

Dalam pasar modal, informasi merupakan faktor penting yang menjadi dasar dalam investasi saham. Informasi yang diserap dan dimanfaatkan secara efisien hanya terjadi pada pasar modal dalam bentuk yang paling efisien. Pasar modal yang efisien secara kenyataan hampir tidak dapat dipenuhi, semua pasar modal berada di bawah tingkat efisiensi sempurna. Sehingga dengan adanya inefisiensi dari pasar modal tersebut akan berakibat suatu informasi kurang dapat terserap dengan baik pada harga saham sekarang. Ketidakefisienan ini terjadi secara terus menerus dan cenderung tetap ada sepanjang waktu dan juga bersifat stabil. Oleh karena akibat dari sebagian investor yang tidak mempunyai akses informasi yang akurat mengenai emiten, tetapi di lain pihak ada juga investor yang bisa mendapatkan informasi lengkap emiten tersebut. Sehingga terjadi ketidakmerataan dalam penyerapan informasi ini menyebabkan adanya informasi biasa dan informasi eksklusif ataupun informasi bias dan informasi akurat di kalangan investor. Hal ini mempengaruhi penilaian investasi dan keputusan investasi dari investor. Kondisi ini merupakan salah satu pembuktian dari suatu tingkat efisiensi pasar modal yang masih belum kuat.

Berdasarkan landasan teoritis dan hasil penelitian empiris di atas, maka kerangka pemikiran dalam penelitian ini dapat diamati pada Gambar 2.4 yaitu :

Gambar 2.4
 Kerangka Pemikiran Teoritis
 Faktor-faktor Yang Berpengaruh Terhadap *Debt Ratio*
 Dalam Konteks *Agency Theory*



sumber : dikembangkan untuk tesis ini

2.3.2 Hipotesis

Berdasarkan latar belakang, rumusan masalah, tujuan penelitian dan landasan teori serta penelitian sebelumnya, ditetapkan hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis₁ : *Insiders ownership* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur.

Hipotesis₂ : *Institutional investors* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur.

Hipotesis₃ : *Shareholders dispersion* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur.

- Hipotesis₄** : *dividend payments* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur.
- Hipotesis₅** : *firm growth* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur.
- Hipotesis₆** : *firm size* mempunyai pengaruh yang signifikan berhubungan positif dan terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur.
- Hipotesis₇** : *asset structure* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan positif dengan *debt ratio* perusahaan manufaktur.
- Hipotesis₈** : *firm profitability* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur.
- Hipotesis₉** : *tax rate* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur.
- Hipotesis₁₀** : *insider ownership, institutional investors, shareholders dispersion, dividend payments, firm growth, firm size, asset structure, firm profitability* dan *tax rate* secara bersama-sama / simultan berpengaruh terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur.

2.4 Definisi Operasional Variabel

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini mempunyai perbedaan ukuran di mana untuk *debt ratio, insider ownership, institutional investors, shareholders dispersion, dividend payments, firm growth, firm size, firm profitability* dan *tax rate* menggunakan ukuran relatif sedangkan untuk variabel *asset structure* menggunakan ukuran absolut. Sehingga untuk menyamakan ukuran dan untuk mengurangi dampak dari kesalahan pengukuran serta *outliers*, maka digunakanlah transformasi *natural log*. Penggunaan dari transformasi *natural log* ini menurut Moh'd, et al. (1998) dan Setyawan (1999) dapat memberikan hasil statistik yang lebih dapat dipercaya di dalam : (a) menghasilkan sebagai suatu distribusi data yang normal; (b)

memberikan hasil yang sama terhadap yang dapat diturunkan dari transformasi biasa dan (c) mengurangi dampak dari kesalahan pengukuran, *outliners* dan *residual heteroscedasticity* pada hasil regresinya.

Untuk lebih jelasnya variabel-variabel yang akan diteliti dalam penelitian ini terdiri dari :

1. Variabel dependen yaitu *debt ratio* merupakan transformasi *natural log* dari *debt ratio*. Di mana DR diperoleh dengan rumus sebagai berikut :

$$DR = \frac{\text{Long Term Liabilities}}{\text{Total Asset}} \quad \dots\dots\dots (7)$$

2. Variabel independen yaitu :

- a. *Insider ownership* yang diberi simbol INSDR merupakan prosentase kepemilikan saham oleh *insider* (manajer).
- b. *Institutional investors* yang diberi simbol INST merupakan prosentase kepemilikan saham oleh *outside shareholders*.
- c. *Shareholders dispersion* yang diberi simbol SDP merupakan transformasi *natural log* dari jumlah kelompok *shareholders*.
- d. *Dividend payments* merupakan variabel dummy dari DPR (*Dividend Pay-out Ratio*). Di mana DPR diperoleh dengan rumus sebagai berikut :

$$DPR = \frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Earning Per Share}} \quad \dots\dots\dots (8)$$

- e. *Firm growth* yang diberi simbol GROW merupakan pertumbuhan *total asset* perusahaan per tahun yang dirumuskan sebagai berikut :

$$GROW = \frac{\text{Total Asset}_t - \text{Total Asset}_{t-1}}{\text{Total Asset}_{t-1}} \quad \dots\dots\dots (9)$$

- f. *Firm size* yang diberi simbol SIZE merupakan transformasi *natural log* dari *sales of firm*.

- g. *Asset structure* yang diberi simbol *ASSET* merupakan transformasi *natural log* dari *asset structure*. Di mana *asset structure* diperoleh dengan rumus sebagai berikut :

$$ASSET = \frac{Fixed Asset}{Total Asset} \dots\dots\dots (10)$$

- h. *Firm profitability* yang diberi simbol *PROF* merupakan *ratio of operating income to total asset (ROA)*. Di mana *ROA* diperoleh dengan rumus sebagai berikut :

$$PROF = \frac{EBIT}{Total Asset} \dots\dots\dots (11)$$

- i. *Tax rate* yang diberi simbol *TAX* merupakan *ratio of taxes paid to pre-taxes income* yang diperoleh dengan rumus sebagai berikut :

$$TAX = \frac{EBT - EAT}{EBT} \dots\dots\dots (12)$$

Secara singkat, variabel-variabel penelitian, indikator, skala dan pengukuran ini dapat dilihat dalam Tabel 2.2 berikut ini :

Tabel 2.2
Skala dan Pengukuran Variabel Penelitian

VARIABEL	KETERANGAN	SKALA	PENGUKURAN
Variabel dependen	<i>Debt ratio (Y_i)</i>	Rasio	$DR = \frac{Long Term Liabilities}{Total Asset}$
Variabel independen	<i>Insider ownership (X₁)</i>	Rasio	$INSDR = \text{percentage of insider ownership}$
	<i>Institutional investor (X₂)</i>	Rasio	$INST = \text{percentage of institutional investors}$
	<i>Shareholders dispersion (X₃)</i>	Rasio	$SDP = \text{jumlah kelompok shareholders}$
	<i>Dividend payments (X₄)</i>	Rasio	$DPR = \frac{Dividend Per Share}{Earning Per Share}$
	<i>Firm Growth (X₅)</i>	Rasio	$GROW = \frac{Total Asset_t - Total Asset_{t-1}}{Total Asset_{t-1}}$

	<i>Firm size (X₆)</i>	Rasio	$SIZE = sales\ of\ firm$
	<i>Asset structure (X₇)</i>	Rasio	$AssetStructure = \frac{Fixed\ Asset}{Total\ Asset}$
	<i>Firm profitability (X₈)</i>	Rasio	$PROF = \frac{EBIT}{Total\ Asset}$
	<i>Tax rate (X₉)</i>	Rasio	$TAX = \frac{EBT - EAT}{EBT}$

sumber : berbagai jurnal dan tesis

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang bersumber dari laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ dari tahun 1997 – 1999. Data ini diperoleh dari data laporan keuangan tahunan yang termuat dalam *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1998 – 2000, yang memuat informasi yang relevan dengan penelitian ini. Jenis data yang dikumpulkan mencakup : (1) data tentang laporan keuangan selama periode penelitian, yaitu dari tahun 1997 – 1999, (2) data prosentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris (*insider ownership*) dan (3) data tentang prosentase saham yang dimiliki oleh *institutional investors*.

3.2 Populasi dan Penentuan Sampel

Populasi yaitu kesatuan pengamatan yang sudah ditentukan batas-batasnya (Arsyad, 1993). Perusahaan yang menjadi populasi pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 1997 – 1999 dan tercatat pada *Indonesian Capital Market Directory* dari tahun 1998 – 2000, yaitu selama krisis moneter berlangsung. Pemilihan perusahaan manufaktur dengan harapan adanya keseragaman praktek kebijakan hutang perusahaan.

Pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan tipe *judgement sampling*, yaitu pemilihan anggota sampel dengan mendasarkan pada beberapa kriteria tertentu (Cooper dan Emory, 1995). Kriteria yang digunakan antara lain adalah :

1. memiliki laporan keuangan selama periode penelitian,
2. tersedia data tentang prosentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris,

3. tersedia data tentang prosentase saham yang dimiliki oleh *institutional investors*, dalam hal ini jika ditemukan perusahaan yang merupakan anak perusahaan induk, maka tidak dimasukkan sebagai sampel penelitian,
4. memiliki EBIT positif.

Pengumpulan data dilakukan secara *pooling data (time series cross-sectional)*. Metode ini digunakan karena tidak sebandingnya jumlah sampel dalam penelitian ini dibandingkan dengan jumlah sampel dalam penelitian Bathala et al. (1994) yang mampu memperoleh sampel sebanyak 516 perusahaan dari berbagai sektor industri. Keunggulan pengumpulan data secara *pooling data* adalah kemungkinan diperolehnya jumlah sampel yang lebih besar, di mana diharapkan dapat meningkatkan *power of test* pada penelitian ini.

Pooling data dilakukan dengan cara menjumlahkan perusahaan-perusahaan yang memenuhi kriteria selama periode pengamatan, yaitu dari tahun 1997 – 1999 yang tercatat pada *Indonesian Capital Market Directory* dari tahun 1998 – 2000 dan tetap eksis setiap tahunnya. Sehingga dengan menggunakan persyaratan tersebut diperoleh 60 perusahaan yang kemudian akan digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini. Nama-nama perusahaan yang termasuk dalam sampel penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 1.1. Sedangkan prosesi pemilihan perusahaan yang menjadi sampel penelitian dapat dilihat pada Tabel 3.1 berikut ini.

Tabel 3.1
Jumlah Perusahaan Industri Manufaktur
yang Merupakan Sampel Penelitian

Kriteria \ Tahun	1997	1998	1999
Memiliki laporan keuangan	150	146	147
Memiliki INSD	41	41	36
Memiliki INST	40	40	36
Memiliki EBIT positif	37	36	31
Konsistensi Perusahaan	20	20	20
Jumlah	60 perusahaan		

sumber : diolah dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1998 – 2000

3.3 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dengan cara teknik dokumentasi yaitu dengan mengumpulkan terbitan atau media cetak di mana terdapat data laporan keuangan perusahaan manufaktur yang go publik dan berisi tentang BEJ serta literatur lainnya. Data laporan keuangan tahunan khususnya terdapat dalam *Indonesian Capital Market Directory* dari tahun 1998 – 2000 yang diterbitkan *Institute For Economic and Financial Research*.

3.4 Teknik Analisis

Teknik analisis data dalam penelitian ini digunakan teknik regresi berganda dengan bantuan program komputer SPSS. Pengujian terhadap hipotesis baik secara parsial maupun simultan, dilakukan setelah model regresi berganda yang digunakan independen dari pelanggaran asumsi klasik. Tujuannya adalah agar supaya hasil penelitian ini dapat diinterpretasikan secara tepat dan efisien. Interpretasi hasil penelitian, baik secara parsial melalui uji t maupun secara simultan melalui uji F, hanya dilakukan terhadap variabel-variabel independen yang secara statistik mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

3.4.1 Perumusan Model

Model analisis yang digunakan dalam penelitian ini untuk menganalisis pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen adalah model regresi linear berganda (*multiple linear regression method*). Model analisis statistik ini dipilih karena penelitian ini dirancang untuk meneliti variabel-variabel independen yang berpengaruh terhadap variabel dependen dengan menggunakan data *time series-cross section (pooling data)* atau menurut Moh'd, et al. (1998), disebut dengan *Pooled TSCS OLS* yang dapat dirumuskan dengan model sebagai berikut :

$$DR = b_0 + b_1 \text{ INSDR} + b_2 \text{ INST} + b_3 \text{ SDP} + b_4 \text{ DPR} + b_5 \text{ GROW} + b_6 \text{ SIZE} + b_7 \text{ ASSET} + b_8 \text{ PROF} + b_9 \text{ TAX} + \varepsilon_i$$

di mana :

DR (Y_i) = debt ratio

INSDR (X_1) = percent insiders ownership

INST (X_2)	=	<i>percent institutional ownership</i>
SDP (X_3)	=	<i>shareholders dispersion</i>
DPR (X_4)	=	<i>dividend payments</i>
GROW (X_5)	=	<i>firm growth</i>
SIZE (X_6)	=	<i>firm size</i>
ASSET (X_7)	=	<i>asset structure</i>
PROF (X_8)	=	<i>firm profitability</i>
TAX (X_9)	=	<i>tax rate</i>
b_0	=	<i>constant for manufacture industry</i>
b_1, b_2, \dots, b_9	=	<i>regression coefficient for manufacture industry</i>
ε_i	=	<i>error term</i>

3.4.2 Pengujian Asumsi Klasik

Penggunaan model regresi berganda dalam menguji hipotesis haruslah menghindari kemungkinan terjadinya penyimpangan asumsi klasik. Dalam penelitian ini asumsi klasik yang dianggap penting adalah : (1) memiliki distribusi data normal, (2) tidak terjadi multikolinearitas antar variabel independen, (3) tidak terjadi heteroskedastisitas atau varian variabel pengganggu yang konstan (homoskedastisitas), (4) tidak terjadi autokorelasi antar residual setiap variabel independen (Gujarati, 1995). Oleh karena itu perlu dilakukan pengujian-pengujian sebagai berikut.

3.4.2.1 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi, variabel dependen, variabel independent atau keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal (Santoso, 2000). Untuk menguji apakah distribusi data normal atau tidak, dapat digunakan beberapa alternatif pengujian seperti : (1) analisis grafik, (2) analisis statistik dengan menggunakan nilai $Z_{skewness}$ atau $Z_{kurtosis}$, (3) Shaapiro - Wilk Test, dan (4) Kolmogorov - Smirnov Test (Imam Ghazali, 2001). Tetapi pada penelitian ini hanya dilakukan dengan beberapa cara yaitu :

1. Analisis Grafik

Pedoman untuk melihat model regresi memenuhi asumsi normalitas dengan menggunakan analisis grafik, baik grafik normal plot maupun grafik histogram ini adalah :

- jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
- jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan / atau tidak mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya tidak menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

2. Kolmogorov – Smirnov Test

Jika nilai Kolmogorov – Smirnov Z tidak signifikan maka semua data yang ada, terdistribusi secara normal. Tetapi bila nilai Kolmogorov–Smirnov Z signifikan maka semua data yang ada tidak terdistribusi secara normal.

3.4.2.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat korelasi / hubungan yang kuat antar variabel-variabel independen dalam model persamaan regresi. Jika terjadi korelasi, maka dinamakan terdapat problem multikolinearitas (multiko) (Santoso, 2000). Adanya multikolinearitas dalam model persamaan regresi yang digunakan akan mengakibatkan ketidaktepatan estimasi, sehingga mengarah pada kesimpulan yang menerima hipotesis nol. Hal ini menyebabkan koefisien regresi menjadi tidak signifikan dan standar deviasi sangat sensitif terhadap perubahan data (Gujarati, 1995).

Salah satu metode untuk menguji ada tidaknya multikolinearitas pada penelitian ini adalah dengan melihat (Santoso, 2001) :

1. Besaran (matriks) Korelasi Variabel Independen

Pedoman untuk melihat model regresi yang independen multiko adalah jika koefisien korelasi antar variabel independen lemah (di bawah 0,5). Tetapi jika koefisien korelasi antar variabel independen nilainya di atas 0,5 (yang berarti korelasinya kuat), maka hal ini merupakan indikasi adanya multikolinearitas (Santoso, 2000).

2. Besaran *Variance Inflation Factor* (VIF) dan *Tolerance* (TOL)

Pedoman suatu model regresi yang belum terindependen multiko dapat dilihat dari nilai *tolerance* (TOL) yang $< 0,10$ dan nilai VIF > 10 (Hair, et al. 1992). Hal ini berarti apabila nilai *tolerance* (TOL) variabel independen menunjukkan $> 0,10$, berarti tidak ada korelasi antar variabel independen yang nilainya lebih dari 95 %. Begitu pula bila nilai VIF variabel independen < 10 (Imam Ghozali, 2000) berarti tidak ada multikolinearitas antar variabel independen dalam model regresi.

Menurut Imam Ghozali (2000) apabila multikolinearitas ditemukan sebagai masalah yang serius, maka prosedur berikut dapat disarankan, yaitu :

1. Memperbesar ukuran sampel.
2. Transformasi variabel.
3. Mengeluarkan satu atau lebih variabel independen yang mempunyai korelasi yang tinggi dari model regresi dan identifikasikan variabel independen lainnya untuk membantu prediksi.
4. Menggunakan model dengan variabel independen yang mempunyai korelasi yang tinggi hanya semata-mata untuk prediksi (dengan jangan mencoba untuk menginterpretasikan koefisien regresinya).
5. Menggunakan korelasi sederhana antara setiap variabel independen dan variabel dependennya untuk memahami hubungan variabel independen dan variabel dependennya.
6. Menggunakan metode analisis yang lebih canggih seperti *Bayesian Regression* atau dalam kasus khusus dengan *Ridge Regression*.

3.4.2.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas digunakan untuk menguji apakah pada model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lainnya. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. Kebanyakan data *cross section* mengandung situasi heteroskedastisitas karena data ini menghimpun data yang mewakili berbagai ukuran (kecil, sedang dan besar). Salah

satu metode untuk menguji ada tidaknya heterokedastisitas pada penelitian ini adalah dengan :

1. Analisis Grafik

Pedoman untuk melihat apakah terdapat heterokedastisitas di dalam model regresi dengan menggunakan analisis grafik adalah jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas. Tetapi jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

2. Metode Glejser

Melakukan regresi sederhana antara nilai absolut e_i dan tiap-tiap variabel independen. Apabila ditemukan nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$ di antara hasil regresi tersebut (signifikan terhadap taraf signifikansi yang telah ditentukan yaitu apabila sign t lebih kecil dari taraf signifikansi yang telah ditetapkan (Algifari, 1997)), maka pada model terjadi heterokedastisitas. Jika koefisien regresi signifikan maka terdapat heterokedastisitas di dalam data, begitu pula sebaliknya apabila koefisien tidak signifikan, maka tidak terdapat heterokedastisitas di dalam data (Gujarati, 1995).

Ada beberapa cara yang dapat dilakukan untuk mengatasi atau melakukan koreksi karena kehadiran situasi heterokedastisitas yaitu :

1. Melakukan transformasi variabel dalam model regresi yang ditaksir yaitu dengan membagi model regresi asal dengan salah satu variabel independen yang memiliki koefisien regresi yang tertinggi dengan residualnya.
2. Melakukan transformasi log.

3.4.2.4 Uji Autokorelasi

Autokorelasi yaitu adanya hubungan antara kesalahan-kesalahan yang muncul pada data runtun waktu (*time series*). Apabila terjadi gejala autokorelasi maka *estimator least square* masih tidak bias, tetapi menjadi tidak efisien. Dengan demikian, koefisien estimasi yang diperoleh menjadi tidak akurat (Gujarati, 1995). Untuk mendeteksi gejala autokorelasi dapat digunakan (1) *Durbin - Watson Statistic*

Test, (2) Uji Lagrange Multiplier (LM Test), (3) Uji Statistik Q : Box – Pierce dan Ljung Box, serta (4) Uji Breusch – Godfrey (Imam Ghozali, 2000). Tetapi pada penelitian ini hanya digunakan Uji Durbin – Watson dengan *rule of thumb* menurut Santoso (2000) sebagai berikut :

1. Angka D-W di bawah -2 berarti terdapat autokorelasi positif.
2. Angka D-W di antara -2 sampai +2, berarti tidak terdapat autokorelasi.
3. Angka D-W di atas +2 berarti terdapat autokorelasi negatif.

3.4.3 Pengujian Hipotesis

Pengujian terhadap hipotesis dilakukan sebelum model regresi berganda yang digunakan independen dari pelanggaran asumsi klasik. Tujuannya adalah supaya hasil perhitungan tersebut dapat diinterpretasikan secara tepat dan efisien. Interpretasi hasil penelitian, baik secara parsial melalui uji t maupun secara bersama-sama melalui uji F, hanya dilakukan terhadap variabel-variabel independen yang secara statistik mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

3.4.3.1 Uji t

Uji t dilakukan untuk melakukan pengujian secara parsial di mana hal ini dilakukan untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen yang digunakan dalam model penelitian secara individual berpengaruh terhadap variabel dependen dengan langkah-langkah sebagai berikut :

- 1). Merumuskan hipotesis

$H_0 : b_i = 0$ artinya tidak ada pengaruh yang signifikan dari variabel X_n (*independent variables*) terhadap variabel Y (*dependent variable*).

$H_0 : b_i \neq 0$ artinya terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel X_n (*independent variables*) terhadap variabel Y (*dependent variable*).

di mana $b_i = b_1, b_2, \dots, b_9$ = koefisien perubahan nilai tiap-tiap variabel independen

- 2). Menentukan signifikansi (\pm) sebesar 5% dan *degree of freedom* ($df = n - k$) untuk menentukan nilai t_{tabel} , di mana
 n = jumlah sampel

k = jumlah variabel

- 3). Menghitung nilai t dengan rumus sebagai berikut :

$$t_{hitung} = \frac{b_n}{Se(b_n)}$$

di mana $Se(b_n)$ adalah standar deviasi koefisien variabel independen ke- n

- 4). Kesimpulan :

H_0 ditolak jika $t_{hitung} > t_{tabel}$

H_0 diterima jika $t_{hitung} < t_{tabel}$

Menurut Algifari (1997), apabila koefisien sign. $t <$ taraf signifikansi yang telah ditetapkan ($\alpha = 5\%$), maka secara parsial variabel independen tersebut berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Dengan kata lain H_0 ditolak.

3.4.3.2 Uji F

Uji F dilakukan untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen yang digunakan dalam model penelitian secara bersama-sama mampu menjelaskan variabel dependen dengan langkah-langkah sebagai berikut :

- 1). Merumuskan hipotesis

$H_0 : b_1 = b_2 = \dots = b_9 = 0$ artinya secara bersama-sama tidak ada pengaruh yang signifikan dari semua variabel X (*independent variables*) terhadap variabel Y (*dependent variable*).

$H_0 : b_1 \neq b_2 \neq \dots \neq b_9 \neq 0$ artinya secara bersama-sama terdapat pengaruh yang signifikan dari semua variabel X (*independent variables*) terhadap variabel Y (*dependent variable*).

- 2). Menentukan signifikan (\pm) sebesar 5% dan *degree of freedom* (df) = $(k-1)(n-k)$ untuk menentukan nilai F_{tabel} .
- 3). Menghitung nilai F dengan rumus sebagai berikut :

$$F_{hitung} = \frac{(SSR_r - SSR_u)/r}{SSR_u/(n-k)}$$

di mana :

SSR_r = *sum of squared residual (restricted regression)*

SSR_u = *sum of squared residual (unrestricted regression)*

n = jumlah observasi

k = jumlah parameter yang diestimasi pada *unrestricted regression*

r = jumlah parameter yang diestimasi pada *restricted regression*

4). Kesimpulan :

H_0 ditolak jika $F_{hitung} > F_{tabel}$

H_0 diterima jika $F_{hitung} < F_{tabel}$

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian

Obyek penelitian di sini adalah perusahaan manufaktur yang *go public* atau yang tercatat di BEJ dengan periode pengamatan dari tahun 1997 – 1999, di mana laporan keuangannya terdapat pada *Indonesian Capital Market Directory* dari tahun 1998 – 2000. Secara singkat proses penentuan obyek penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 3.1. Perusahaan manufaktur yang menjadi obyek ini hanya terdiri dari 10 bidang usaha dari 20 bidang usaha *manufacturing* atau kelompok usaha manufaktur yang ada di BEJ. Rincian keadaan jenis usaha perusahaan manufaktur yang menjadi obyek penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 4.1 di bawah ini.

Tabel 4.1
Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta
Yang Menjadi Sampel Penelitian

No	GOLONGAN USAHA	NAMA PERUSAHAAN	JUMLAH
1.	<i>Food and Beverages</i>	PT Miwon Indonesia	1
2.	<i>Tobacco Manufactures</i>	PT Gudang Garam	1
3.	<i>Textile Mile Products</i>	PT Argo Pantes PT Panasia Indosyntec PT Sunson Textile Manufacturer	3
4.	<i>Apparel and Other Textile Products</i>	PT Karwell Indonesia PT Primarindo Asia Infrastructure	2
5.	<i>Lumber and Wood Products</i>	PT Barito Pacific Timber PT Surya Dumai Industri	2
6.	<i>Chemical and Allied Products</i>	PT Lautan Luas PT Tri Polyta Indonesia	2
7.	<i>Plastics and Glass Products</i>	PT Berlina Co. Ltd.	1
8.	<i>Metal and Allied Products</i>	PT Lionmesh Prima	1
9.	<i>Fabricated Metal Products</i>	PT Itamaraya Gold Industri PT Kedaung Indah Can	2
10.	<i>Automotive and Allied Products</i>	PT Branta Mulia PT Lippo Enterprises PT Nipress PT Prima Alloy Steel PT Selamat Sempurna	5
Jumlah			20

sumber : *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1998 – 2000

Dengan kondisi seperti ini, masih relevankah *dividend payments* sebagai substitusi hutang dalam mengurangi *agency cost*, lebih lanjut akan dibahas dalam penelitian ini.

4.1.1 Statistik Deskriptif

Berdasarkan jumlah sampel tersebut diperoleh gambaran statistik deskriptif yang berfungsi untuk mengetahui karakteristik sampel yang digunakan, yang meliputi jumlah sampel, nilai minimum, maksimum dan rata-rata sampel serta tingkat penyimpangan penyebaran data (*standard deviation*). Tabel 4.3 berikut menunjukkan statistik deskriptif dari sampel penelitian.

Tabel 4.3
Statistik Deskriptif Variabel

Variabel	N		Min	Maks	Mean	SD	Variance
	Valid	Missing					
DR	60	0	0,000	0,924	0,128	0,191	3,660E-02
INSDR	60	0	0,200	44,120	9,374	8,960	80,283
INST	60	0	1,098	2,890	1,860	0,417	0,174
SDP	60	0	19,410	95,880	63,184	15,130	228,930
DPR	59	1	0,000	0,690	8,864E-02	0,180	3,243E-02
GROW	60	0	-0,608	1,086	0,191	0,324	0,105
SIZE	60	0	10,102	16,356	12,715	1,396	1,951
ASSET	60	0	0,083	6,490	0,515	0,832	0,693
PROF	60	0	0,008	0,443	0,133	0,103	1,064E-02
TAX	60	0	-0,753	5,601	0,190	0,763	0,583

sumber : diolah dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1998 - 2000

Berdasarkan Tabel 4.3 di atas dapat diketahui bahwa nilai rata-rata untuk masing-masing variabel, simpangan bakunya serta nilai varian untuk masing-masing variabel sebagai berikut :

- Deskripsi data untuk variabel *debt ratio* (DR) antara lain sebagai berikut, nilai minimum untuk variabel ini adalah 0,000 dan nilai maksimum yang didapat adalah 0,924 dengan rata-rata nilai (*mean*) sebesar 0,128. Sedangkan simpangan baku (*standard deviation*) variabel ini sebesar 0,191 dengan nilai varian sebesar 0,0366.
- Deskripsi data untuk variabel *insider ownership* (INSDR) antara lain sebagai berikut, nilai minimum untuk variabel ini adalah 0,200 dan nilai maksimum yang didapat adalah 44,120 dengan rata-rata nilai (*mean*) sebesar 9,374. Sedangkan simpangan baku (*standard deviation*) variabel ini sebesar 8,960 dengan nilai varian sebesar 80,283.

- Deskripsi data untuk variabel *institutional investor* (INST) antara lain sebagai berikut, nilai minimum untuk variabel ini adalah 1,098 dan nilai maksimum yang didapat adalah 2,890 dengan rata-rata nilai (*mean*) sebesar 1,860. Sedangkan simpangan baku (*standard deviation*) variabel ini sebesar 0,417 dengan nilai varian sebesar 0,174.
- Deskripsi data untuk variabel *shareholders dispersion* (SDP) antara lain sebagai berikut, nilai minimum untuk variabel ini adalah 19,410 dan nilai maksimum yang didapat adalah 95,880 dengan rata-rata nilai (*mean*) sebesar 63,184. Sedangkan simpangan baku (*standard deviation*) variabel ini sebesar 15,130 dengan nilai varian sebesar 228,930.
- Deskripsi data untuk variabel *dividend payments* (DPR) antara lain sebagai berikut, nilai minimum untuk variabel ini adalah 0,000 dan nilai maksimum yang didapat adalah 0,690 dengan rata-rata nilai (*mean*) sebesar 0,08864. Sedangkan simpangan baku (*standard deviation*) variabel ini sebesar 0,180 dengan nilai varian sebesar 0,03243.
- Deskripsi data untuk variabel *firm growth* (GROW) antara lain sebagai berikut, nilai minimum untuk variabel ini adalah - 0,608 dan nilai maksimum yang didapat adalah 1,086 dengan rata-rata nilai (*mean*) sebesar 0,191. Sedangkan simpangan baku (*standard deviation*) variabel ini sebesar 0,324 dengan nilai varian sebesar 0,105.
- Deskripsi data untuk variabel *firm size* (SIZE) antara lain sebagai berikut, nilai minimum untuk variabel ini adalah 10,102 dan nilai maksimum yang didapat adalah 16,356 dengan rata-rata nilai (*mean*) sebesar 12,715. Sedangkan simpangan baku (*standard deviation*) variabel ini sebesar 1,396 dengan nilai varian sebesar 1,951.
- Deskripsi data untuk variabel *asset structure* (ASSET) antara lain sebagai berikut, nilai minimum untuk variabel ini adalah 0,083 dan nilai maksimum yang didapat adalah 6,490 dengan rata-rata nilai (*mean*) sebesar 0,515. Sedangkan simpangan baku (*standard deviation*) variabel ini sebesar 0,832 dengan nilai varian sebesar 0,693.
- Deskripsi data untuk variabel *firm profitability* (PROF) antara lain sebagai berikut, nilai minimum untuk variabel ini adalah 0,008 dan nilai maksimum yang didapat adalah 0,443 dengan rata-rata nilai (*mean*) sebesar 0,133.

Sedangkan simpangan baku (*standard deviation*) variabel ini sebesar 0,103 dengan nilai varian sebesar 0,01064.

- Deskripsi data untuk variabel *tax rate* (TAX) antara lain sebagai berikut, nilai minimum untuk variabel ini adalah - 0,753 dan nilai maksimum yang didapat adalah 5,601 dengan rata-rata nilai (*mean*) sebesar 0,190. Sedangkan simpangan baku (*standard deviation*) variabel ini sebesar 0,763 dengan nilai varian sebesar 0,583.

4.2 Proses dan Hasil Analisis

4.2.1 Pengujian Asumsi Klasik

Menurut Algifari (1997) suatu model dinyatakan baik untuk alat prediksi apabila mempunyai sifat-sifat *Best, Linearity, Unbiased, Estimated* (BLUE). Kondisi ini akan terjadi jika dipenuhi beberapa asumsi, yang disebut dengan asumsi klasik, sebagai berikut :

1. Mempunyai distribusi data yang normal

2. Non Multikolinearitas

Artinya, antara variabel independen yang satu dengan variabel independen yang lain dalam model regresi tidak saling berhubungan secara sempurna atau mendekati sempurna

3. Homoskedastisitas

Artinya, varian variabel independen adalah konstan (sama) untuk setiap nilai tertentu variabel independen

4. Non-Autokorelasi

Artinya, tidak terdapat pengaruh dari variabel dalam model melalui tenggang waktu (*time lag*). Misalnya, nilai suatu variabel saat ini akan berpengaruh terhadap nilai variabel pada masa yang akan datang. Menurut model klasik ini tidak mungkin terjadi.

Kesalahan spesifik model dapat menyebabkan tidak terpenuhinya asumsi-asumsi di atas. Kesalahan spesifik model akan menyebabkan nilai residual menjadi tidak informatif dan estimasi parameter akan cenderung bias. Untuk menghindari masalah tersebut diperlukan pertimbangan yang mendalam untuk membuat suatu bentuk hubungan antara variabel dependen dan independen.

Teori-teori yang mendasari hubungan antar variabel dan hasil penelitian empirik terdahulu dapat dijadikan pertimbangan untuk meminimalkan kesalahan spesifik model (Wittink, 1988).

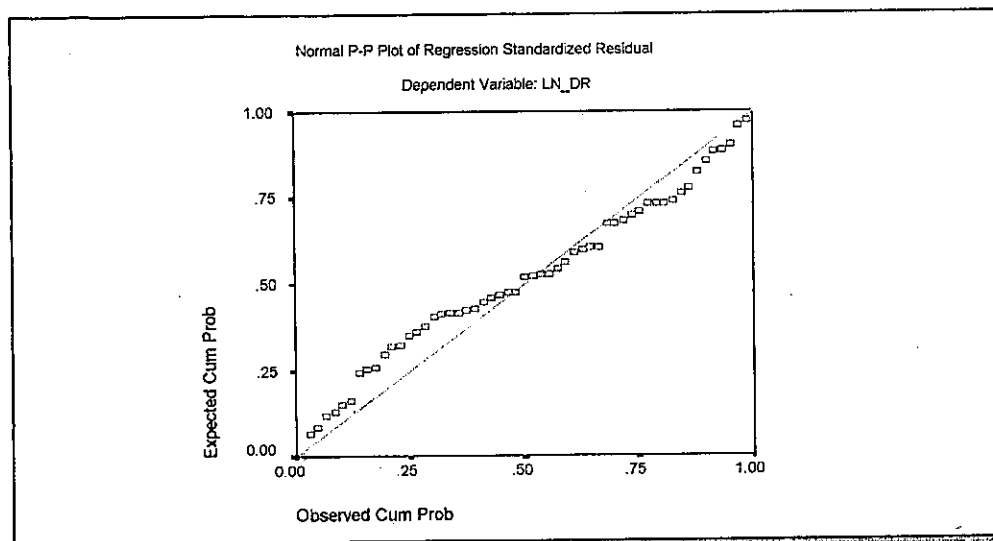
4.2.1.1 Uji Normalitas Data

Uji normalitas data dilakukan untuk mengetahui kondisi data yang ada agar dapat menentukan model analisis yang paling tepat digunakan. Uji normalitas data dalam penelitian ini terdiri dari analisis grafik dan uji *Kolmogorov-Smirnov* satu arah.

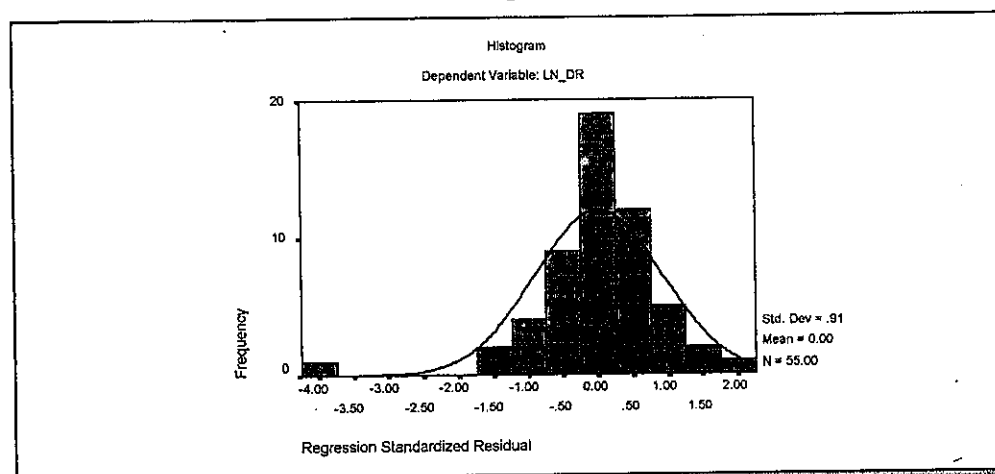
1. Analisis Grafik

Pada gambar berikut disajikan hasil analisis grafik normal plot.

Gambar 4.1
Hasil Analisis Grafik Normal Plot Uji Normalitas



Gambar 4.2
Hasil Analisis Grafik Histogram Uji Normalitas



Pedoman bahwa suatu model regresi memenuhi asumsi normalitas dengan menggunakan analisis grafik, baik grafik normal plot maupun grafik histogram adalah jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas. Tetapi jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan / atau tidak mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya tidak menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas (Imam Ghozali, 2001).

Dari gambar di atas dapat disimpulkan bahwa data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal serta menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.

2. Kolmogorov – Smirnov Test

Uji Kolmogorov – Smirnov satu arah dilakukan untuk mengetahui apakah suatu data terdistribusi secara normal atau tidak secara statistik. Hair et. al (1996) menyatakan bahwa uji Kolmogorov – Smirnov merupakan metode yang umum digunakan untuk menguji normalitas data. Uji ini dilakukan dengan menggunakan tingkat kepercayaan 5%. Sehingga suatu data terdistribusi secara normal atau tidak secara statistik dengan melihat nilai signifikansinya. Di mana bila nilai signifikansi dari variabel mempunyai tingkat signifikansi di atas 0,05 (yang berarti tidak signifikan) maka data terdistribusi secara normal. Tetapi bila nilai signifikansi dari variabel mempunyai tingkat signifikansi di bawah 0,05 (yang berarti signifikan) maka data tidak terdistribusi secara normal. Pada tabel berikut ini akan disajikan hasil uji Kolmogorov – Smirnov satu arah.

Tabel 4.4
Hasil Uji Kolmogorov – Smirnov Satu Arah

Nama Variabel		Kolmogorov – Smirnov Z Statistik	Signifikansi
DR	= Debt ratio	0,559	0,913
INSDR	= insiders ownership	1,117	0,165
INST	= institutional investors	0,713	0,690
SDP	= shareholders dispersion	1,149	0,143
DPR	= Dividend Pay-out Ratio	3,675	0,070
GROW	= firm growth	1,198	0,113
SIZE	= firm size	0,702	0,708
ASSET	= asset structure	1,231	0,096
PROF	= firm profitability	1,150	0,142
TAX	= tax rate	2,426	0,097

Dari tabel tersebut di atas dapat disimpulkan bahwa semua data yang ada terdistribusi secara normal. Hal ini dapat dilihat pada semua nilai *Kolmogorov - Smirnov Z* yang tidak signifikan (yaitu di atas 0,05).

4.2.1.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas ini bertujuan untuk mengetahui apakah tiap-tiap variabel independen saling berhubungan secara linier. Pengujian ini dilakukan dengan :

1. Matriks Korelasi Variabel-variabel Independen

Multikolinearitas terjadi jika antar variabel independen ada korelasi yang cukup tinggi (umumnya di atas 0,90) (Imam Ghozali, 2001). Berikut ini akan disajikan hasil analisis korelasi untuk menggambarkan antar variabel independen.

Tabel 4.5
Koefisien Korelasi Masing-Masing Variabel Independen

Variabel	INSDR	INST	SDP	DPR	GROW	SIZE	ASSET	PROF	TAX
INSDR	1,000								
INST	0,092	1,000							
SDP	-0,212	0,051	1,000						
DPR	0,026	0,081	0,167	1,000					
GROW	0,039	0,116	0,131	0,153	1,000				
SIZE	0,342	-0,045	-0,428	-0,055	-0,100	1,000			
ASSET	-0,338	0,218	0,135	0,251	0,211	-0,103	1,000		
PROF	0,265	-0,218	-0,043	-0,326	0,051	-0,003	-0,134	1,000	
TAX	0,147	0,111	-0,073	-0,213	0,007	-0,047	-0,349	0,064	1,000

sumber: data sekunder, diolah

Dari tabel di atas, tampak bahwa korelasi antara variabel-variabel independen menunjukkan tidak adanya korelasi yang mempunyai nilai lebih besar dari 0,90. Sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat multikolinearitas pada variabel-variabel independen yang digunakan pada penelitian ini.

2. Dengan melihat besaran *Variance Inflation Factor* (VIF) dan *Tolerance* (TOL)

Nilai *cut-off* yang umum dipakai untuk melihat ada tidaknya multikolinearitas antar variabel independen dalam model regresi adalah dengan melihat *tolerance value* dari semua variabel mempunyai nilai di atas 0,10 dan nilai *Variance Inflation Factors* (VIF) di bawah 10 (Imam Ghozali, 2001). Berikut ini disajikan besaran *Variance Inflation Factor* (VIF) dan *Tolerance* (TOL).

Tabel 4.6
 Hasil Uji Multikolinearitas
 Berdasar Nilai *Tolerance* dan VIF

Nama Variabel		<i>Tolerance</i>	VIF
INSDR	= <i>insiders ownership</i>	0,629	1,591
INST	= <i>institutional investors</i>	0,770	1,298
SDP	= <i>shareholders dispersion</i>	0,780	1,282
DPR	= <i>Dividend Pay-out Ratio</i>	0,761	1,314
GROW	= <i>firm growth</i>	0,885	1,130
SIZE	= <i>firm size</i>	0,720	1,389
ASSET	= <i>asset structure</i>	0,488	2,049
PROF	= <i>firm profitability</i>	0,731	1,368
TAX	= <i>tax rate</i>	0,607	1,647

sumber : data sekunder, diolah

Dari tabel di atas dapat dilihat bahwa *tolerance value* semua variabel berada diatas 0,10 dan nilai *Variance Inflation Factors* (VIF) di bawah 10. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas dalam persamaan regresi berganda.

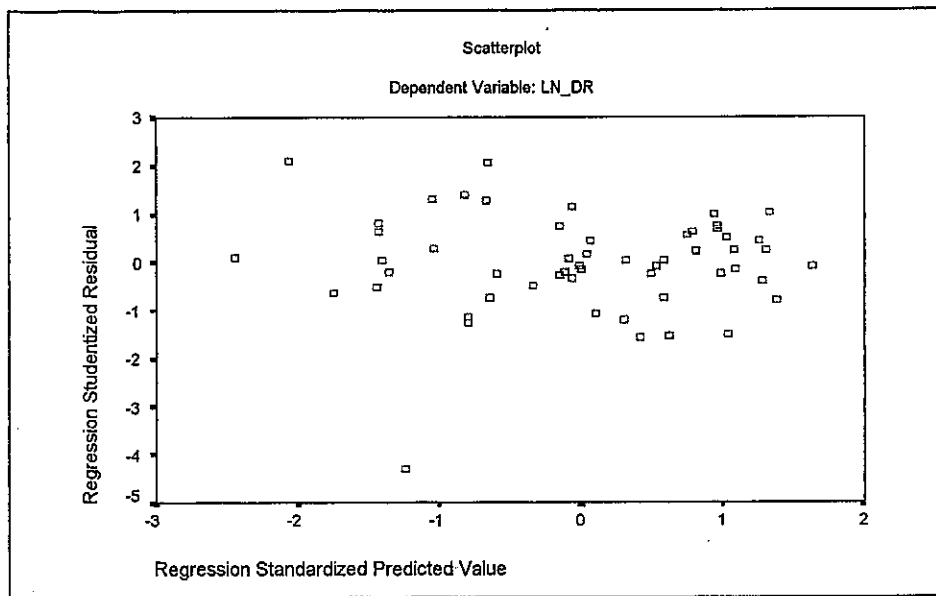
4.2.1.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas ini bertujuan untuk mengetahui varian variabel dalam model sama (konstan) atau tidak. Jika tidak maka terdapat heteroskedastisitas. Dalam penelitian ini pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan analisis grafik dan uji *Glejser* (hal ini dilakukan karena data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *time series cross section*).

1. Analisis Grafik

Pedoman bahwa suatu model regresi terdapat heteroskedastisitas dengan menggunakan analisis grafik adalah jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas. Tetapi jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas (Imam Chozali, 2001). Berikut ini disajikan gambar hasil dari analisis grafik :

Gambar 4.3
Hasil Analisis Grafik Uji Heteroskedastisitas



Dari gambar di atas dapat dilihat bahwa tidak ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), selain itu tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka dapat disimpulkan tidak terjadi heteroskedastisitas.

2. Metode *Glejser*

Uji *Glejser* dilakukan dengan meregresikan residual persamaan regresi dengan nilai variabel dependennya. Menurut Gunawan Gunawan Sumodiningrat (1996) metode ini lebih tepat digunakan untuk data yang bersifat cross section. Pada uji *Glejser* ini apabila hasilnya signifikan maka dapat dikatakan terjadi heteroskedastisitas (Gunawan Gunawan Sumodiningrat, 1996; Gujarati, 1995). Gejala heteroskedastisitas akan nampak apabila nilai signifikan t lebih kecil dari taraf signifikansinya (nilai sig. $t < 0,05$).

Adapun bentuk persamaan regresi residual dalam uji *Glejser* dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \text{AbsUt} = & 1,386 + 0,0676 \text{ INSDR} - 0,0175 \text{ INST} + 0,069 \text{ SDP} + 0,755 \text{ DPR} - \\ & 0,454 \text{ GROW} + 0,00716 \text{ SIZE} - 0,245 \text{ ASSET} + 1,099 \text{ PROF} - \\ & 0,0609 \text{ TAX} \end{aligned}$$

sig. (value)	(0,471)	(0,672)	(0,138)	(0,878)	(0,075)
	(0,360)	(0,960)	(0,417)	(0,523)	(0,803)

Dari Uji *Glejser* yang dilakukan diketahui bahwa nilai probabilitas tidak ada yang lebih kecil dari taraf signifikansi 0,05. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada heteroskedastisitas dalam persamaan regresi.

4.2.1.4 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui adanya hubungan antara kesalahan-kesalahan yang muncul pada data runtun waktu (*time series*). Pada penelitian ini digunakan *Durbin - Watson Statistic Test* untuk mendeteksi adanya gejala autokorelasi tersebut. Di mana setelah dilakukan analisis data, diperoleh nilai *Durbin - Watson* (DW) sebesar 1,944. Oleh karena nilai $DW = 1,944$ terletak di antara -2 dan +2 ($-2 < DW = 1,944 < +2$) Santoso (2000), maka hal ini menunjukkan bahwa model regresi dalam penelitian ini, tidak mengindikasikan adanya autokorelasi.

4.2.2 Pengujian Hipotesis

Dari uji asumsi klasik dapat disimpulkan bahwa data yang ada terdistribusi secara normal, tidak terdapat multikolinearitas, independen autokorelasi dan independen heteroskedastisitas sehingga memenuhi persyaratan untuk melakukan analisis regresi berganda dengan baik.

Dalam melakukan pengujian hipotesis ke-1 sampai hipotesis ke-9, digunakan pengujian statistik secara parsial yaitu uji t, dengan tujuan untuk melihat tingkat signifikansi tiap koefisien regresi variabel independen secara individual. Sedangkan untuk pengujian hipotesis ke-10 ini, digunakan pengujian statistik secara simultan yaitu uji F, untuk melihat tingkat signifikansi tiap koefisien regresi variabel independen secara bersama-sama / simultan. Adapun hasil dari analisis regresi berganda yang dilakukan adalah sebagai berikut :

Tabel 4.7
Hasil Analisis Regresi Berganda

Variabel Independen	Koefisien Regresi	Nilai t	Signifikansi
Konstanta	0,285	0,818	0,045*
INSDR = <i>insiders ownership</i>	-0,187	-1,751	0,048*
INST = <i>institutional investors</i>	-0,00248	-0,771	0,098
SDP = <i>shareholders dispersion</i>	-0,735	-1,070	0,063
DPR = <i>Dividend Pay-out Ratio</i>	-0,968	-1,931	0,033*
GROW = <i>firm growth</i>	1,372	1,830	0,044*
SIZE = <i>firm size</i>	0,303	2,438	0,022*
ASSET = <i>asset structure</i>	2,206	4,443	0,000*
PROF = <i>firm profitability</i>	-0,537	-0,898	0,075
TAX = <i>tax rate</i>	-0,898	-2,421	0,020*

variabel dependen : *debt ratio*

* *significant* pada tingkat kepercayaan 5 %

F = 3,846 ; nilai sign. = 0,001

r-square = 0,577

t_{tabel} = 1,67

sumber : data sekunder, diolah

Dari Tabel 4.7 tersebut, maka dapat ditulis persamaan regresi linear berganda sebagai berikut :

$$DR = 0,285 - 0,187 \text{ INSDR} - 0,00248 \text{ INST} - 0,735 \text{ SDP} - 0,968 \text{ DPR} + \\ 1,372 \text{ GROW} + 0,303 \text{ SIZE} + 2,206 \text{ ASSET} - 0,537 \text{ PROF} - 0,898 \text{ TAX}$$

t-test	(0,818)	(-1,751)	(-0,771)	(-1,070)	(-1,931)
	(1,830)	(2,438)	(4,443)	(-0,898)	(-2,421)
sig.	(0,045)	(0,048)	(0,098)	(0,063)	(0,033)
	(0,044)	(0,022)	(0,000)	(0,075)	(0,020)

Dari Tabel 4.7 dapat dilihat bahwa secara parsial semua variabel independen yang diteliti berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen. Hal ini dapat dilihat dari nilai sign. t semua variabel independen yang lebih besar dari taraf sign. yang telah ditetapkan yaitu sebesar 5 %. Selain itu juga dapat dilihat dari nilai t_{hitung} semua variabel independen yang lebih besar dari t_{tabel} yaitu sebesar 1,67.

4.2.2.1 Pengujian Hipotesis Pertama

Dari Tabel 4.7 di atas dapat kita lihat bahwa hasil pengujian statistik (uji t) terhadap variabel INSDR (*insiders ownership*) menunjukkan hasil yang signifikan pada derajat signifikansi (α) = 0,05. Hal ini dapat dilihat pada hasil analisis regresi berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi variabel INSDR (*insiders ownership*) sebesar 0,048 yang berarti signifikan pada tingkat kepercayaan 5 %. Selain itu juga dapat dilihat dari nilai absolut t_{hitung} variabel INSDR sebesar 1,751 yang lebih besar dari nilai t_{tabel} yaitu sebesar 1,67. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa *insider ownership* (INSDR) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur, diterima. Koefisien regresi variabel INSDR (*insiders ownership*) bertanda negatif dan besarnya = - 0,187. Makna koefisien regresi variabel INSDR (*insiders ownership*) yang besarnya = - 0,187, berarti bahwa setiap kenaikan sebesar 1 satuan pada INSDR (*insiders ownership*) akan menyebabkan *debt ratio* turun sebesar 0,187 satuan, dan sebaliknya. Hasil pengujian statistik (uji t) ini sesuai dengan teori yang diajukan Friend dan Lang (1988), Jensen, et al. (1992) dan Moh'd, et al. (1998) serta sesuai dengan hipotesis yang diajukan.

4.2.2.2 Pengujian Hipotesis Ke-dua

Dari Tabel 4.7 di atas dapat kita lihat bahwa hasil pengujian statistik (uji t) terhadap variabel INST (*institutional investors*) menunjukkan hasil yang tidak signifikan pada derajat signifikansi (α) = 0,05. Hal ini dapat dilihat pada hasil analisis regresi berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi variabel INST (*institutional investors*) sebesar 0,098 yang berarti tidak signifikan pada tingkat kepercayaan 5 %. Selain itu juga dapat dilihat dari nilai absolut t_{hitung} variabel INST sebesar 1,070 yang lebih kecil dari nilai t_{tabel} yaitu sebesar 1,67. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa *institutional investors* berpengaruh secara signifikan terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur, ditolak. Koefisien regresi variabel INST (*institutional investors*) bertanda negatif dan besarnya = - 0,00248. Makna koefisien regresi variabel INST (*institutional investors*) yang besarnya = - 0,00248, berarti bahwa setiap kenaikan sebesar 1 satuan pada *institutional investors* akan menyebabkan *debt ratio* turun sebesar 0,00248 satuan, dan sebaliknya. Hasil dari pengujian statistik (uji t) ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan tetapi tanda

negatif pada koefisien regresi variabel ini sesuai dengan teori Shleifer dan Vishny (1986), Grief dan Zycowicz (1994) dan Moh'd, et al. (1998) yang mengatakan bahwa *institutional investors* sebagai *monitoring agents* dapat menggantikan peranan hutang.

4.2.2.3 Pengujian Hipotesis Ke-tiga

Dari Tabel 4.7 di atas dapat kita lihat bahwa hasil pengujian statistik (uji t) terhadap variabel SDP (*shareholders dispersion*) menunjukkan hasil yang tidak signifikan pada derajat signifikansi (α) = 0,05. Hal ini dapat dilihat pada hasil analisis regresi berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi variabel SDP (*shareholders dispersion*) sebesar 0,063, yang berarti tidak signifikan pada tingkat kepercayaan 5 %. Selain itu juga dapat dilihat dari nilai absolut t_{hitung} variabel SDP sebesar 1,870 yang lebih kecil dari nilai t_{tabel} yaitu sebesar 1,070. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa variabel SDP (*shareholders dispersion*) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur, ditolak. Koefisien regresi variabel SDP (*shareholders dispersion*) bertanda negatif dan besarnya = - 0,735. Makna koefisien regresi variabel SDP (*shareholders dispersion*) yang besarnya = - 0,735, berarti bahwa setiap kenaikan sebesar 1 satuan pada variabel SDP (*shareholders dispersion*) akan menyebabkan *debt ratio* turun sebesar 0,735 satuan, dan sebaliknya. Hasil pengujian statistik (uji t) ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan tetapi tanda negatif pada koefisien regresi variabel ini sesuai dengan teori yang diajukan Rozeff (1982) dan Moh'd, et al. (1998).

4.2.2.4 Pengujian Hipotesis Ke-empat

Dari Tabel 4.7 di atas dapat kita lihat bahwa hasil pengujian statistik (uji t) terhadap variabel DPR (*dividend payments*) menunjukkan hasil yang signifikan pada derajat signifikansi (α) = 0,05. Hal ini dapat dilihat pada hasil analisis regresi berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi variabel DPR (*dividend payments*) sebesar 0,033 yang berarti signifikan pada tingkat kepercayaan 5 %. Selain itu juga dapat dilihat dari nilai absolut t_{hitung} variabel DPR sebesar 1,931 yang lebih besar dari nilai t_{tabel} yaitu sebesar 1,67. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa variabel DPR (*dividend payments*) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur, diterima. Koefisien regresi variabel DPR (*dividend*

payments) bertanda negatif dan besarnya = - 0,968. Makna koefisien regresi variabel DPR (*dividend payments*) yang besarnya = - 0,968, berarti bahwa setiap kenaikan sebesar 1 satuan pada variabel DPR (*dividend payments*) akan menyebabkan *debt ratio* turun sebesar 0,968 satuan, dan sebaliknya. Hasil pengujian statistik (uji t) ini sesuai dengan teori yang diajukan Rozeff (1982), Easterbrook (1984), Jensen, et al. (1992) dan Moh'd, et al. (1998) serta sesuai dengan hipotesis yang diajukan.

4.2.2.5 Pengujian Hipotesis Ke-lima

Dari Tabel 4.7 di atas dapat kita lihat bahwa hasil pengujian statistik (uji t) terhadap variabel GROW (*firm growth*) menunjukkan hasil yang signifikan pada derajat signifikansi (α) = 0,05. Hal ini dapat dilihat pada hasil analisis regresi berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi variabel GROW (*firm growth*) sebesar 0,044 yang berarti signifikan pada tingkat kepercayaan 5 %. Selain itu juga dapat dilihat dari nilai absolut t_{hitung} variabel GROW sebesar 1,830 yang lebih besar dari nilai t_{tabel} yaitu sebesar 1,67. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa variabel GROW (*firm growth*) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur, diterima. Koefisien regresi variabel GROW (*firm growth*) bertanda positif dan besarnya = 1,372. Makna koefisien regresi variabel GROW (*firm growth*) yang besarnya = 1,372, berarti bahwa setiap kenaikan sebesar 1 satuan pada variabel GROW (*firm growth*) akan menyebabkan *debt ratio* naik sebesar 1,372 satuan, dan sebaliknya. Hasil pengujian statistik (uji t) ini sesuai dengan teori yang diajukan Brigham dan Gapenski (1996) tetapi tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan karena arah koefisien variabel yang berlawanan.

4.2.2.6 Pengujian Hipotesis Ke-enam

Dari Tabel 4.7 di atas dapat kita lihat bahwa hasil pengujian statistik (uji t) terhadap variabel SIZE (*firm size*) menunjukkan hasil yang signifikan pada derajat signifikansi (α) = 0,05. Hal ini dapat dilihat pada hasil analisis regresi berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi variabel SIZE (*firm size*) DPR (*dividend payments*) sebesar 0,022 yang berarti signifikan pada tingkat kepercayaan 5 %. Selain itu juga dapat dilihat dari nilai absolut t_{hitung} variabel SIZE sebesar 2,438 yang lebih besar dari nilai t_{tabel} yaitu sebesar 1,67. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa variabel SIZE (*firm size*) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*

perusahaan manufaktur, diterima. Koefisien regresi variabel SIZE (*firm size*) bertanda positif dan besarnya = 0,303. Makna koefisien regresi variabel SIZE (*firm size*) yang besarnya = 0,303, berarti bahwa setiap kenaikan sebesar 1 satuan pada variabel SIZE (*firm size*) akan menyebabkan *debt ratio* naik sebesar 0,303 satuan, dan sebaliknya. Hasil pengujian statistik (uji t) ini sesuai dengan teori yang diajukan Homaifar (1994) dan Moh'd, et al. (1998) serta sesuai dengan hipotesis yang diajukan.

4.2.2.7 Pengujian Hipotesis Ke-tujuh

Dari Tabel 4.7 di atas dapat kita lihat bahwa hasil pengujian statistik (uji t) terhadap variabel ASSET (*asset structure*) menunjukkan hasil yang signifikan pada derajat signifikansi (α) = 0,05. Hal ini dapat dilihat pada hasil analisis regresi berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi variabel ASSET (*asset structure*) sebesar 0,000 yang berarti signifikan pada tingkat kepercayaan 5 %. Selain itu juga dapat dilihat dari nilai absolut t_{hitung} variabel ASSET sebesar 4,443 yang lebih besar dari nilai t_{tabel} yaitu sebesar 1,67. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa variabel ASSET (*asset structure*) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur, diterima. Koefisien regresi variabel ASSET (*asset structure*) bertanda positif dan besarnya = 2,026. Makna koefisien regresi variabel ASSET (*asset structure*) yang besarnya = 2,026, berarti bahwa setiap kenaikan sebesar 1 satuan pada variabel ASSET (*asset structure*) akan menyebabkan *debt ratio* naik sebesar 2,026 satuan, dan sebaliknya. Hasil pengujian statistik (uji t) ini sesuai dengan teori yang diajukan Myers (1977), Myers dan Majluf (1984), Brigham dan Gapenski (1996) dan Moh'd, et al. (1998) dan sesuai dengan hipotesis yang diajukan.

4.2.2.8 Pengujian Hipotesis Ke-delapan

Dari Tabel 4.7 di atas dapat kita lihat bahwa hasil pengujian statistik (uji t) terhadap variabel PROF (*firm profitability*) menunjukkan hasil yang tidak signifikan pada derajat signifikansi (α) = 0,05. Hal ini dapat dilihat pada hasil analisis regresi berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi variabel PROF (*firm profitability*) sebesar 0,075 yang berarti tidak signifikan pada tingkat kepercayaan 5 %. Selain itu juga dapat dilihat dari nilai absolut t_{hitung} variabel PROF sebesar 0,898 yang lebih kecil dari nilai t_{tabel} yaitu sebesar 1,67. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa variabel PROF (*firm profitability*) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt*

ratio perusahaan manufaktur, ditolak. Koefisien regresi variabel PROF (*firm profitability*) bertanda negatif dan besarnya = - 0,537. Makna koefisien regresi variabel PROF (*firm profitability*) yang besarnya = - 0,537, berarti bahwa setiap kenaikan sebesar 1 satuan pada variabel PROF (*firm profitability*) akan menyebabkan *debt ratio* turun sebesar 0,537 satuan, dan sebaliknya. Hasil pengujian statistik (uji t) ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan tetapi tanda negatif pada koefisien regresi variabel ini sesuai dengan teori yang diajukan Myers (1984), Jensen, et al. (1992) dan Moh'd, et al. (1998).

4.2.2.9 Pengujian Hipotesis Ke-sembilan

Dari Tabel 4.7 di atas dapat kita lihat bahwa hasil pengujian statistik (uji t) terhadap variabel TAX (*tax rate*) menunjukkan hasil yang signifikan pada derajat signifikansi (α) = 0,05. Hal ini dapat dilihat pada hasil analisis regresi berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi variabel TAX (*tax rate*) sebesar 0,020 yang berarti signifikan pada tingkat kepercayaan 5 %. Selain itu juga dapat dilihat dari nilai absolut t_{hitung} variabel TAX sebesar 2,421 yang lebih besar dari nilai t_{tabel} yaitu sebesar 1,67. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa variabel TAX (*tax rate*) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur, diterima. Koefisien regresi variabel TAX (*tax rate*) bertanda negatif dan besarnya = - 0,898. Makna koefisien regresi variabel TAX (*tax rate*) yang besarnya = - 0,898, berarti bahwa setiap kenaikan sebesar 1 satuan pada variabel TAX (*tax rate*) akan menyebabkan *debt ratio* turun sebesar 0,898 satuan, dan sebaliknya. Hasil pengujian statistik (uji t) ini sesuai dengan teori yang diajukan Brigham dan Gapenski (1996) serta sesuai dengan hipotesis yang diajukan.

4.2.2.10 Pengujian Hipotesis Ke-sepuluh

Adapun hasil dari pengujian statistik yaitu uji F yang dilakukan adalah nilai F_{hitung} sebesar 3,846 dan nilai signifikansi sebesar 0,001. Hal ini berarti bahwa persamaan regresi berganda pada penelitian ini adalah signifikan, artinya variabel-variabel independen merupakan faktor penjelas nyata bagi variasi dalam variabel dependen karena nilai F_{hitung} sebesar 3,846 lebih besar dari F_{tabel} sebesar 2,10 dan nilai sign. sebesar 0,001 yang signifikan pada tingkat kepercayaan 5 %. Pengujian statistik (uji F) ini menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan bahwa *insiders*

ownership, institutional investors, shareholders dispersion, dividend payments, firm growth, firm size, asset structure, firm profitability dan *tax rate* secara bersama-sama / simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur, diterima. Sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variabel independen secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen.

4.3 Pembahasan

Dari hasil perhitungan dapat dilihat bahwa kemampuan persamaan regresi berganda untuk menjelaskan tingkat penjelasan model terhadap variabel dependen adalah sebesar 57,7 % sementara 42,3 % dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan dalam persamaan regresi ini. Pada persamaan regresi berganda dengan data *cross section* bilamana dapat mencapai nilai R^2 di antara 0,4 – 0,6 maka nilai tersebut dapat dikatakan tergolong tinggi (Rietveld, 1991). Sehingga dengan melihat besarnya ini R^2 yang berada pada rentang 0,4 – 0,6 tersebut, maka persamaan regresi ini dapat dikatakan baik, karena memiliki kemampuan yang baik di dalam menjelaskan besarnya perubahan dari *debt ratio* perusahaan manufaktur dapat dijelaskan oleh variabel dependen di dalam model.

4.3.1 Variabel INSDR (*insider ownership*)

Hasil pengujian statistik (uji t) menunjukkan bahwa variabel INSDR (*insider ownership*) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*. Temuan ini sesuai dengan temuan Friend dan Lang (1988), Hasbrouk (1988), Easterbrook (1984), Saunders (1990), Jensen, et al. (1992) serta Moh'd, et al. (1998) yang mengatakan bahwa tingkat hutang dalam struktur modal mempunyai hubungan yang negatif terhadap *insider ownership*.

4.3.2 Variabel INST (*institutional investors*)

Untuk variabel *institutional investors*, dari hasil pengujian statistik (uji t), tidak berpengaruh signifikan terhadap *debt ratio*. Tetapi tanda negatif pada koefisien regresi variabel ini sesuai dengan hasil temuan Shleifer dan Vishny (1986), Grief dan Zychowicz (1994) serta Bathälä, et al. (1994) yang menyatakan bahwa *institutional investors* berhubungan negatif terhadap *debt ratio*. Hal ini disebabkan karena investor tidak berani melakukan investasi di tengah kondisi yang penuh

ketidakpastian seperti sekarang ini. Selain itu juga dapat disebabkan karena struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia pada umumnya dimiliki dan sekaligus dikelola oleh pemilik.

4.3.3 Variabel SDP (*shareholders dispersion*)

Untuk variabel SDP (*shareholders dispersion*) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *debt ratio*. Tetapi tanda negatif dari koefisien regresi pada variabel ini sesuai dengan ketentuan teori Rozeff (1982) dan Moh'd, et al. (1998) bahwa *shareholders dispersion* berhubungan negatif terhadap *debt ratio*. Hal ini masih terkait dengan tindakan *institutional investor* yang cenderung *risk averter*, sehingga penyebaran kepemilikan saham relatif kecil.

4.3.4 Variabel DPR (*dividend payments*)

Variabel DPR (*dividend payments*) berpengaruh secara signifikan terhadap *debt ratio*. Tanda negatif ini sesuai dengan ketentuan teori Rozeff (1982), Easterbrook (1984), Jensen, et al. (1992) dan Moh'd, et al. (1998) yang menyatakan bahwa perubahan pada *dividend payments* akan menyebabkan perubahan yang berlawanan pada *debt ratio*.

4.3.5 Variabel GROW (*firm growth*)

Variabel GROW (*firm growth*) berpengaruh secara signifikan terhadap *debt ratio*. Tanda positif pada koefisien variabel GROW (*firm growth*) ini berlawanan dengan teori Myers (1977), Homaifar, et al. (1994) dan Moh'd, et al. (1998) serta hipotesis yang diajukan. Meskipun demikian, hasil penelitian ini sesuai dengan temuan Brigham dan Gapenski (1996) yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber eksternal yang besar. Oleh karena biaya emisi saham biasanya lebih besar daripada biaya penerbitan surat hutang, maka perusahaan cenderung menggunakan hutang. Sehingga perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang.

4.3.6 Variabel SIZE (*firm size*)

Variabel SIZE (*firm size*), berpengaruh secara signifikan terhadap *debt ratio*. Tanda positif pada koefisien variabel SIZE (*firm size*) sesuai dengan temuan Homaifar (1994) dan Moh'd, et al. (1998) yang menyatakan bahwa perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses pasar modal. Hal ini berarti bahwa perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana.

Para investor / pemilik saham perusahaan manufaktur di Indonesia ternyata cenderung atau memperhatikan ukuran perusahaan. Hal ini sehubungan dengan masalah resiko yang dipandang para investor semakin tinggi bilamana ukuran perusahaan semakin kecil. Para investor akan semakin aman memiliki saham perusahaan yang berukuran besar. Hal ini menunjukkan karakteristik para investor di Indonesia yang umumnya kurang menyukai atau menghindari akan resiko (*risk averter*).

4.3.7 Variabel ASSET (*asset structure*)

Variabel ASSET (*asset structure*), berpengaruh secara signifikan terhadap *debt ratio*. Selain itu, tanda positif pada koefisien variabel ASSET (*asset structure*) hasil penelitian ini sesuai dengan temuan Myers (1977) dan Moh'd, et al. (1998) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan struktur aktiva yang fleksibel cenderung menggunakan tingkat hutang yang relatif besar.

4.3.8 Variabel PROF (*firm profitability*)

Variabel PROF (*firm profitability*) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *debt ratio*. Tetapi tanda negatif pada koefisien variabel PROF (*firm profitability*) hasil penelitian ini sesuai dengan temuan Myers (1977), Jensen, et al. (1992) dan Moh'd, et al. (1998). Hal ini disebabkan karena perusahaan cenderung menggunakan keuntungan yang diraihnyanya untuk membenahi keadaan keuangan perusahaan yang sempat terguncang akibat terhempas krisis moneter daripada menggunakan alternatif pembiayaan melalui hutang.

4.3.9 Variabel TAX (*tax rate*)

Variabel TAX (*tax rate*) berpengaruh secara signifikan terhadap *debt ratio*. Selain itu, tanda negatif pada koefisien variabel TAX (*tax rate*) hasil penelitian ini sesuai dengan temuan De'Angelo dan Masulis (1980) serta Moh'd, et al. (1998).

BAB V

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah dikemukakan pada Bab IV, dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut :

1. Data yang dipergunakan dalam penelitian ini terdistribusi normal, tidak terdapat multikolinearitas, independen heteroskedistisitas dan bebas autokorelasi.
2. Hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan analisis regresi berganda dengan variabel dependen *debt ratio* dan 9 buah variabel independen yaitu *insider ownership*, *institutional investors*, *shareholder dispersion*, *dividend payments*, *firm growth*, *firm size*, *asset structure*, *firm profitability* dan *tax rate* menunjukkan bahwa :
 - a. **Hipotesis**, yang menyatakan bahwa *insiders ownership* berpengaruh secara signifikan dan berhubungan negatif terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur dapat diterima. Temuan ini sesuai dengan temuan Friend dan Lang (1988), Hasbrouk (1988), Easterbrook (1984), Saunders (1990), Jensen, et al. (1992) serta Moh'd, et al. (1998) yang mengatakan bahwa tingkat hutang dalam struktur modal mempunyai hubungan yang negatif terhadap *insider ownership*. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang akan semakin berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajer dalam perusahaan. Konsisten dengan teori yang dikemukakan oleh Easterbrook (1984) dan Saunders, et al. (1990) bahwa jika struktur kepemilikan saham oleh manajemen tinggi, maka manajer akan menjadi *risk averter*. Dalam konteks ini, dengan meningkatnya kepemilikan oleh *insiders*, akan menyebabkan *insiders* semakin hati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku yang bersifat oportunistik, karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya, sehingga mereka cenderung menggunakan hutang yang rendah. Dengan demikian, meningkatnya *insiders ownership* dapat

mensejajarkan kepentingan para manajer dengan kepentingan para *outside shareholders* dan mengurangi peranan hutang sebagai salah satu alat untuk mengurangi *agency conflict*.

- b. **Hipotesis₂** yang menyatakan *institutional investors* berpengaruh secara signifikan dan berhubungan negatif terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur ditolak. Dari hasil pengujian statistik (uji t), variabel *institutional investors* tidak berpengaruh signifikan terhadap *debt ratio*. Hal ini disebabkan karena investor tidak berani melakukan investasi di tengah kondisi yang penuh ketidakpastian seperti sekarang ini. Selain itu juga dapat disebabkan karena struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia pada umumnya dimiliki dan sekaligus dikelola oleh pemilik. Tetapi tanda negatif pada koefisien regresi variabel ini sesuai dengan hasil temuan Shleifer dan Vishny (1986), Grief dan Zychowicz (1994) serta Bathala, et al. (1994) yang menyatakan bahwa *institutional investors* berhubungan negatif terhadap *debt ratio*.
- c. **Hipotesis₃** yang menyatakan *shareholders dispersion* berpengaruh secara signifikan dan berhubungan negatif terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur ditolak. Untuk variabel SDP (*shareholders dispersion*) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *debt ratio*. Hal ini sesuai dengan temuan Rozeff (1982), yang menyatakan bahwa semakin besar jumlah pemegang saham, maka semakin menyebar kepemilikan, sehingga ada kecenderungan berhubungan negatif dan tidak signifikan dengan *debt ratio*. Hal ini masih terkait dengan tindakan *institutional investor* yang cenderung *risk averter*, sehingga penyebaran kepemilikan saham relatif kecil.
- d. **Hipotesis₄** yang menyatakan *dividend payments* berpengaruh secara signifikan dan berhubungan negatif terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur dapat diterima. Variabel DPR (*dividend payments*) berpengaruh secara signifikan terhadap *debt ratio*. Tanda negatif ini sesuai dengan ketentuan teori Rozeff (1982), Easterbrook (1984), Jensen, et al. (1992) dan Moh'd, et al. (1998) yang menyatakan bahwa perubahan pada *dividend payments* akan menyebabkan perubahan yang berlawanan pada *debt ratio*. Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984)

menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada para pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer (*manager's power*) dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru. Dalam konteks ini, perusahaan yang mempunyai *dividend pay-out ratio* lebih tinggi menyukai pendanaan dengan modal sendiri, sehingga mengurangi *agency cost*. Di samping itu, pembayaran dividen dapat dilakukan setelah kewajiban terhadap pembayaran bunga dan cicilan hutang dipenuhi. Adanya kewajiban tersebut, akan membuat manajer semakin hati-hati dan efisien dalam menggunakan hutang.

- e. Khusus untuk **hipotesis₅**, meskipun arah hubungannya berlawanan dengan hipotesis₅ yang menyatakan bahwa *firm growth* berhubungan negatif terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur, tetapi *firm growth* berpengaruh secara signifikan terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur. Tanda positif pada koefisien variabel GROW (*firm growth*) ini berlawanan dengan teori Myers (1977), Homaifar, et al. (1994) dan Moh'd, et al. (1998). Meskipun demikian, hasil penelitian ini sesuai dengan temuan Brigham dan Gapenski (1996) yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber eksternal yang besar. Oleh karena biaya emisi saham biasanya lebih besar daripada biaya penerbitan surat hutang, maka perusahaan cenderung menggunakan hutang. Sehingga perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang. Brigham dan Gapenski (1996) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber eksternal yang besar. Biasanya biaya emisi saham akan lebih besar daripada biaya penerbitan surat hutang. Dengan demikian, perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang, sehingga ada hubungan positif antara *firm growth* dengan *debt ratio*. Brigham dan Gapenski (1996), menekankan dari sudut pendanaan yang lebih murah atau biaya yang lebih rendah. Bila dipandang dari sudut sumber pendanaan dengan

biaya yang lebih murah, maka terdapat kecenderungan, pendapat tersebut lebih tepat digunakan karena salah satu pertimbangan dalam pemilihan struktur pendanaan adalah faktor biaya modal yang lebih rendah sehingga diharapkan menghasilkan total biaya modal yang lebih kecil. Sedangkan pendapat lainnya menekankan pada *agency cost*, di mana dengan penggunaan hutang yang lebih rendah maka perusahaan dapat memperkecil biaya kebangkrutan yang merupakan salah satu bentuk dari *agency cost*.

- f. **Hipotesis₆**, yang menyatakan *firm size* berpengaruh secara signifikan berhubungan positif dan terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur dapat diterima. Tanda positif pada koefisien variabel *SIZE (firm size)* sesuai dengan temuan Homaifar (1994) dan Moh'd, et al. (1998) yang menyatakan bahwa perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses pasar modal. Hal ini berarti bahwa perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana. Para investor / pemilik saham perusahaan manufaktur di Indonesia ternyata cenderung atau memperhatikan ukuran perusahaan. Hal ini sehubungan dengan masalah resiko yang dipandang para investor semakin tinggi bilamana ukuran perusahaan semakin kecil. Para investor akan semakin aman memiliki saham perusahaan yang berukuran besar. Hal ini menunjukkan karakteristik para investor di Indonesia yang umumnya kurang menyukai atau menghindari akan resiko (*risk averter*). Perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses pasar modal. Kemudahan untuk mengakses pasar modal mempunyai arti bahwa perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana. Banyak penelitian yang menyatakan bahwa kebijakan hutang perusahaan dipengaruhi oleh ukuran perusahaan, dan menyatakan terdapat hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan *debt ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan cenderung untuk meningkatkan hutangnya atas ekspansi perusahaan.
- g. **Hipotesis₇**, yang menyatakan *asset structure* berpengaruh secara signifikan dan berhubungan positif dengan *debt ratio* perusahaan manufaktur dapat diterima. Hasil penelitian ini sesuai dengan temuan

Myers (1977) dan Moh'd, et al. (1998) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan struktur aktiva yang fleksibel cenderung menggunakan tingkat hutang yang relatif besar. Hal ini berhubungan dengan jumlah aset yang dapat dijadikan jaminan (*collateral value of assets*). Perusahaan dengan struktur aktiva yang fleksibel cenderung menggunakan hutang yang lebih besar daripada perusahaan yang struktur aktiva tidak fleksibel. Investor akan lebih mudah memberikan pinjaman jika disertai dengan jaminan. Jika perusahaan menggunakan hutang dengan jaminan maka akan mengurangi resiko kebangkrutan perusahaan. Hal ini sesuai dengan pendapat Myers dan Majluf (1984) yang menyatakan bahwa komposisi *collateral value of assets* perusahaan mempengaruhi sumber pembiayaannya. Seorang investor akan lebih mudah memberikan pinjaman bila disertai dengan jaminan yang ada. Di sisi lain, jika perusahaan menggunakan hutang yang disertai dengan jaminan maka akan mengurangi resiko kebangkrutan perusahaan. Dengan demikian, perusahaan yang memiliki jumlah aktiva tetap yang mudah untuk dijual akan menggunakan hutang dalam proporsi yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang aktiva tak berwujud dalam jumlah besar meskipun memiliki kesempatan untuk tumbuh lebih baik. Ini lebih mudah dipahami karena sulit untuk memperkirakan kinerja perusahaan yang misalnya hanya memiliki *goodwill*, sementara tidak didukung oleh aktiva berwujud yang cukup. Oleh karena itu, ada hubungan positif antara tingkat hutang dengan *collateral value of assets*. Hal ini sesuai dengan pernyataan bahwa *tangible assets* menurunkan *agency cost* dari hutang (Myers, 1977) dan *pecking orders hypothesis* (Myers, 1984).

- h. **Hipotesis₈** yang menyatakan *firm profitability* berpengaruh secara signifikan dan berhubungan negatif terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur ditolak. *Firm profitability* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *debt ratio*. Tetapi tanda negatif pada koefisien variabel PROF (*firm profitability*) hasil penelitian ini sesuai dengan temuan Myers (1977), Jensen, et al. (1992) dan Moh'd, et al. (1998). Hal ini disebabkan karena perusahaan cenderung menggunakan keuntungan yang diraih untuk

membenahi keadaan keuangan perusahaan yang sempat terguncang akibat terhempas krisis moneter daripada menggunakan alternatif pembiayaan melalui hutang.

- i. **Hipotesis₉**, yang menyatakan *tax rate* berpengaruh secara signifikan dan berhubungan negatif terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur dapat diterima. Tanda negatif pada koefisien variabel TAX (*tax rate*) hasil penelitian ini sesuai dengan temuan De'Angelo dan Masulis (1980) serta Moh'd, et al. (1998). Dengan adanya pajak, penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan, karena adanya pengurangan pajak akibat pembayaran bunga hutang (Brigham dan Gapenski, 1996). Dengan demikian, untuk meningkatkan nilai perusahaan, maka perusahaan seharusnya menggunakan proporsi hutang yang lebih besar. Kemudian dengan memasukkan unsur biaya kebangkrutan dan *agency cost*, maka dengan semakin besarnya penggunaan hutang, nilai perusahaan akan meningkat. Tetapi setelah mencapai titik tertentu, kenaikan keuntungan dari penggunaan hutang akan lebih kecil daripada kenaikan biaya kebangkrutan dan *agency cost*, sehingga nilai perusahaan akan turun.
- j. **Hipotesis₁₀**, yang menyatakan *insider ownership*, *institutional investors*, *shareholders dispersion*, *dividend payments*, *firm growth*, *firm size*, *asset structure*, *firm profitability* dan *tax rate* secara bersama-sama / simultan berpengaruh terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur.

Sehingga dapat disimpulkan bahwa baik secara parsial maupun simultan kesembilan variabel independen tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen (*debt ratio*) atau dengan kata lain dapat disimpulkan juga bahwa variabel-variabel independen merupakan faktor penjelas nyata bagi variasi dalam variabel dependen.

3. Nilai koefisien determinasi (R^2) persamaan regresi berganda pada penelitian adalah sebesar 57,7 % yang menunjukkan bahwa 57,7 % perubahan *debt ratio* dapat dijelaskan oleh variabel independen di dalam model, sementara 42,3 % dijelaskan oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam model ini.

5.2 Implikasi Hasil Penelitian

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel *insider ownership*, *dividend payments*, *firm growth*, *firm size*, *asset structure* dan *tax rate* secara signifikan berpengaruh terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur dan dapat dinyatakan sebagai variabel strategis yang memungkinkan untuk dikendalikan serta dapat dijadikan bahan pertimbangan kebijakan manajemen perusahaan di dalam mempertahankan dan meningkatkan nilai perusahaannya melalui penggunaan hutang yang bijaksana dalam kaitannya dengan minimalisasi *agency cost* sehingga tercapai optimalisasi struktur modal. Selain hal tersebut di atas, ada beberapa hal yang perlu diperhatikan agar tujuan tersebut tercapai, yaitu :

1. Sikap Kreditor dan Konsultan

Sebelum melakukan peminjaman, perusahaan sebaiknya terlebih dahulu mendiskusikan masalah penentuan struktur modal ini dengan kreditor maupun konsultan yang memberikan saran pada perusahaan. Apabila sikap kreditor lunak dalam memberikan pinjaman, dan berdasarkan saran konsultan penggunaan pinjaman tersebut tidak beresiko, maka perusahaan cenderung menggunakan hutang.

2. Pengawasan

Faktor lain yang dipertimbangkan dalam penggunaan hutang atau penerbitan saham adalah pada posisi pengawasan manajemen. Apabila manajemen sekarang memiliki posisi kepemilikan lebih dari 50 %, sehingga memiliki hak suara lebih dari 50 %, manajemen tidak dalam posisi harus membeli saham baru, manajemen sekarang bisa memilih menggunakan hutang.

3. Kondisi Pasar

Kondisi pasar modal dalam jangka panjang maupun jangka pendek akan menentukan struktur modal perusahaan. Pasar modal yang sedang lesu, sehingga tidak banyak investor yang menanamkan modalnya pada saham, menjadikan perusahaan lebih banyak menggunakan hutang.

4. Fleksibilitas Keuangan

Fleksibilitas perusahaan dalam menggunakan hutang akan menentukan dalam struktur modal.

5.3 Keterbatasan Penelitian

Adapun keterbatasan-keterbatasan dalam penelitian ini antara lain adalah sebagai berikut :

1. Pada penelitian ini hanya menggunakan periode penelitian yang relatif pendek yaitu tahun 1997 – 1999.
2. Obyek penelitian pada penelitian ini hanya pada perusahaan manufaktur.
3. Jumlah sampel yang diperoleh lebih sedikit bila dibandingkan dengan jumlah sampel yang digunakan oleh peneliti terdahulu (Moh'd, et al. 1998). Hal ini disebabkan karena terbatasnya jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria untuk dijadikan sebagai sampel dalam penelitian ini.
4. Kepemilikan saham oleh *insider* masih diperdebatkan mengingat informasi yang tersedia khususnya tentang kepemilikan *insider* sangat terbatas. Sebagai contoh ada kemungkinan seorang *insider* memiliki mayoritas saham pada perusahaan tertentu misalnya perusahaan A, kemudian perusahaan A memiliki saham di perusahaan lain. Dalam hal ini pertimbangan hanya dilakukan terhadap kepemilikan saham oleh *insider* yang dihitung berdasarkan prosentase kepemilikan saham oleh direktur dan komisaris sebagaimana dicantumkan dalam *Indonesian Capital Market Directory*.
5. Perhitungan penyebaran jumlah pemegang saham (*shareholders dispersion*) dilakukan dengan mempertimbangkan setiap pemegang saham sebagai satu kelompok. Hal ini masih mengandung keterbatasan, sebab ada kelompok pemegang saham yang memiliki prosentase saham lebih besar juga dipertimbangkan sebagai satu kelompok. Demikian juga kepemilikan saham oleh *public* dan *others* juga dipertimbangkan sebagai satu kelompok, padahal publik tersebut merupakan kumpulan dari individual investor. Meskipun demikian, pertimbangan kelompok lebih dapat diterima, dibandingkan bila harus menghitung jumlah pemegang saham secara individual. Sebab bila kepemilikan oleh publik dan *others* dipecah dalam prosentase yang kecil oleh banyak pemegang saham, dan di sisi lain kepemilikan dalam prosentase yang besar oleh satu orang pemegang saham, kemungkinan juga akan menimbulkan bias yang besar.
6. Variabel-variabel independen yang digunakan pada penelitian ini terbatas hanya pada *insider ownership*, *institutional investors*, *shareholders dispersion*,

dividend payments, firm growth, firm size, asset structure, firm profitability dan *tax rate*.

5.4 Saran

Adapun saran-saran yang dapat diberikan melalui hasil temuan ini adalah sebagai berikut :

1. Bagi pihak manajemen perusahaan, selain variabel *insiders ownership* yang merupakan bagian dari variabel struktur kepemilikan, juga disarankan untuk mempertimbangkan variabel-variabel lain seperti : *dividend payments, firm size, firm growth, asset structure* dan *tax rate* dalam pengambilan keputusan tentang kebijakan hutang perusahaan. Karena faktor-faktor tersebut mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio* perusahaan. Dengan mempertimbangkan faktor-faktor tersebut, diharapkan akan membantu perusahaan dalam membuat kebijakan hutang yang optimal dalam struktur modal perusahaan sehingga dapat meminimalkan *agency cost* dan memaksimalkan nilai perusahaan.
2. Bagi PT. Bursa Efek Jakarta, informasi ini dapat digunakan sebagai bahan masukan dalam memahami *agency problem* yang terjadi pada perusahaan manufaktur di BEJ, sehingga pihak yang berwenang seperti BAPPEPAM dapat meningkatkan pengawasan.
3. Untuk penelitian lebih lanjut, disarankan untuk melakukan pengamatan dan evaluasi dengan membandingkan periode sebelum dan pada saat krisis moneter berlangsung sehingga keakuratan pengujian dapat ditingkatkan serta dapat menghasilkan kesimpulan hasil penelitian yang lebih baik.
4. Untuk penelitian lebih lanjut, disarankan untuk melakukan penelitian dengan obyek penelitian yang berbeda selain pada perusahaan manufaktur. Sehingga diharapkan dapat menghasilkan kesimpulan hasil penelitian yang berbeda yang dapat digunakan sebagai pertimbangan investor dalam melakukan suatu investasi di luar industri perusahaan manufaktur.
5. Untuk penelitian lebih lanjut, disarankan untuk melakukan penelitian dengan memperluas model penelitian sebelumnya. Jika dalam penelitian ini menggunakan model satu arah (Moh'd, et al. 1998). Maka penelitian

selanjutnya dapat menggunakan model *interrelation* seperti yang digunakan oleh Bathala, et al. (1994).

6. Mengingat nilai koefisien determinasi (R^2) adalah sebesar 57,7 % yang menunjukkan bahwa kemampuan untuk menjelaskan besarnya variasi dalam variabel dependen adalah 57,7 %, sementara 42,3 % dijelaskan oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam persamaan regresi ini. Maka disarankan untuk penelitian di masa mendatang dilakukan kajian lebih lanjut dengan memasukan variabel-variabel independen tambahan lainnya yang dapat memperjelas faktor-faktor yang berpengaruh pada *debt ratio*.

DAFTAR PUSTAKA

- Algifari (1997), Analisis Regresi : Teori, Kasus, dan Solusi, Edisi Pertama, BPFE, Yogyakarta.
- Agrawal, A. and G. Mandelker. (1987), "*Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions*", *Journal of Finance* 42, 823-837.
- Ang, J.S., R.A. Cole and J.W. Lin. (2000), "*Agency Cost and Ownership Structure*", *Journal of Finance* Vol. LV, No. 1, 81-106.
- Arsyad, Lincoln (1993), Peramalan Bisnis, Edisi Pertama, BPFE UGM.
- Bambang Bambang Riyanto (1995), Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan, edisi 4 BPFE UGM Yogyakarta.
- Bathala, C.T., K.P. Moon., and R.P. Rao. (1994), "*Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holdings : an Agency Perspective*", *Financial Management* 23, 38-50.
- Brigham, E.F. and I.C. Gapenski. (1996), *Intermediate Financial Management*, 5th ed., The Dryden Press, New York.
- Chang, R.P. and S.G. Rhee. (1990), "*Taxes and Dividends : The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividends Policy and Capital Structure Decisions*", *Financial Management Summer*, 21-31.
- Chaganti, R. and F. Damanpour. (1991), "*Institutional Ownership, Capital Structure, and Firm Performance*", *Strategic Management Journal* 7, 479-491.
- Chen, C.R. and T.L. Steiner. (1999), "*Managerial Ownership and Agency Conflict : A Nonlinear Simultaneous equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy*", *Financial Review* 34, 119-136.
- Coffee, J.C., JR. (1991), "*Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*", *Columbia Law Review*, October, 1277-1368.
- Cooper, R.D. and C.W. Emory. (1995), *Business Research methods*, Richard D. Irwin.
- DeAngelo, H. and R Masulis. (1980), "*Leverage and Dividend Irrelevancy under Corporate and Personal Taxation*", *Journal of Finance* 35, 453-464.
- Easterbrook, F. (1984), "*Two Agency-Cost Explanations of Dividends*", *American Economic Review* 74, 650-659.
- Fama E. (1980), "*Agency Problem and The Theory of The Firm*", *Journal of Political Economy* 88, 288-325.
- _____ and M. Jensen. (1983), "*Separation of Ownership an Control*", *Journal of Law and Economic* 26, 301-325.

- Friend, I. and J. Hasbrouck. (1988), "Determinants of Capital Structure", *Research in Finance* 7, 1-19.
- _____ and L. Lang. (1988), "An Empirical Test of The Impact of The Managerial Self Interest on Corporate Capital Structure", *Journal of Finance* 43, 271-281.
- Grief, P. and E. Zychowicz. (1994), "Institutional Investors, Corporate Dicipline, and The Role of Debt", *Journal of Economic and Business* 46, 1-11.
- Grossman, S. and O. Hart. (1982), "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives", in John McCall, ed., *The Economics of information and Uncertainty*, (University of Chicago Press, Chicago, IL).
- Gujarati D.N. (1995), *Basic Econometric*, Singapore : Mc Graw-Hill Company.
- Gunawan Sumodiningrat 1996, *Ekonometrika, Pengantar*, BPFE UGM, Yogyakarta
- Hair, Jr., R.E. Anderson, R. Tatham dan Balck W. (1992), *Multivariate Data Analysis With Readings*, Prentice Hall, Englewood Cliff, New Jersey.
- Harianto dan Sudomo F. (1998), *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia*, PT Bursa Efek Jakarta.
- Holder, M.E., F.W. Longrehr and J.W. Hexter. (1998), "Dividend Policy Determinants : An Investigation of The Influences of Stakeholder Theory", *Financial Management* Vol. 27, No. 3, 73-82.
- Homaifar, G., J. Zietz., and O. Benkato. (1994), "An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence", *Journal of Business Finance and Accounting* 21, 1-14.
- Imam Ghozali, (2001), *Apilikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*, Badan Penerbit UNDIP, Semarang.
- Institute for Economic and Financial Research. (1998), *Indonesian Capital Market Directory*, 9th ed. Vol. 1.
- _____ (1999), *Indonesian Capital Market Directory*, 10th ed.
- _____ (2000), *Indonesian Capital Market Directory*, 11th ed.
- Irawan (1996), "IPO Sebagai Alternatif Sumber Pendapatan Bagi Perusahaan", *Usahawan* No. 4/ThXXV April, hal 14.
- Jensen M. (1986), "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review* 76, 232-329.
- _____ and W. Meckling. (1976), "Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- _____, G.D. Solberg., and T. Zorn. (1992), "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, 247-263.

- Kim, W. and E. Sorensen. (1986), "Evidence on The Impact of The Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 21, 131-144.
- Mas'ud Machfoedz (1999), "Profil Kinerja Finansial Perusahaan-perusahaan yang Go Public di Pasar Modal ASEAN", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* vol. 14, No. 3, 56 -72.
- Masulis R. (1992), *The Debt Equity Choice*, Cambridge, MA: Ballinger.
- Mehran, H. (1992), "Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, 539-560.
- Mester, L.J. (1989), "Owners versus Managers: Who Controls The Banks ?", *Business Review*, June, 51-63.
- Myers, S.C. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics* 5, 147-176.
- _____. (1984), "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance* 39, 575-592.
- _____. and N. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decision When Firm Have Information Investors do not Have", *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- _____. and R.A. Brealey (1991), *Principles of Corporate Finance*, New York, McGraw-Hill, Inc., 4th ed.
- Moh'd, M.A., L.G. Perry and J.N. Rimbey. (1998), "The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time-Series Cross-Sectional Analysis", *Financial Review*, August, Vol. 33, 85-89.
- Noronha, G.M., D.K. Shome., and G.E. Morgan. (1996), "The Monitoring Rationale for Dividends and The Interaction of Capital Structure and Dividends Decisions", *Journal of Banking and Finance*, April, 439-454.
- Rozeff, M. (1982), "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Pay-out Ratios", *Journal of Financial Research* 5, 249-259.
- Sartono R.A. (1995), *Manajemen Keuangan : teori dan aplikasi*, Edisi 2, BPFE Yogyakarta.
- Saunders, A., E. Storck, and N.G. Travlos (1990), "Ownership Structure, Deregulation and Bank Risk Taking", *Journal of Finance* 45, No. 2.
- Setyawan I.R. (1999), "Simultanitas Keputusan Dividen dan Struktur Modal", Tesis UGM Yogyakarta.
- Shleifer, A. and R. Vishny (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economics* 95, June, 461-488.
- Singgih Santoso, (2000), *Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik*, PT. Elex Media Komputindo, Gramedia, Jakarta

Smitch, C. and R. Stulz (1985), "*The Determinants of The Firms' Hedging Policies*", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 7, 139-157.

_____ and R Watts (1982), "*Incentive and Tax Effects of U.S. Executive Compensation Plans*", *Australian Management Journal* 20, 391-405.

Suad Husnan (1995), *Manajemen Keuangan : Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Pendek)*, buku kedua, edisi ketiga, BPFE UGM Yogyakarta.

Surasni N.K. (1995), "*Beberapa Variabel yang Mempengaruhi Dividend Pershare pada Perusahaan-perusahaan Manufaktur yang Listed di BEJ*", Tesis UGM Yogyakarta.

Titman, S. and R. Wessels (1988), "*The Determinants of Capital Structure Choice*", *Journal of Finance* 42, 1-9.

Van Horn, J. C. and Machowitz, Jr. (1992), *Fundamental of Financial Management*, 8th ed, Prentice Hall, Inc, New Jersey.

Weaton, J.F. and T. Copeland E. (1986), *Managerial Finance*, 8th ed., Orlando, The Dryden Press.

Wittink, Dick R. (1998), *The Application of Regression Analysis*, Allyn and Bacon, Inc, Massachusetts.